



Consiglio
dell'Unione europea

**Bruxelles, 2 ottobre 2015
(OR. en)**

12263/15

**EF 175
ECOFIN 716
SURE 23
UEM 350**

NOTA DI TRASMISSIONE

Origine:	Jordi AYET PUIGARNAU, Direttore, per conto del Segretario Generale della Commissione europea
Data:	1° ottobre 2015
Destinatario:	Jeppe TRANHOLM-MIKKELSEN, Segretario Generale del Consiglio dell'Unione europea
n. doc. Comm.:	COM(2015) 468 final
Oggetto:	COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO, AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E AL COMITATO DELLE REGIONI Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali

Si trasmette in allegato, per le delegazioni, il documento COM(2015) 468 final.

All.: COM(2015) 468 final



Bruxelles, 30.9.2015
COM(2015) 468 final

**COMUNICAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO,
AL CONSIGLIO, AL COMITATO ECONOMICO E SOCIALE EUROPEO E
AL COMITATO DELLE REGIONI**

Piano di azione per la creazione dell'Unione dei mercati dei capitali

{SWD(2015) 183 final}
{SWD(2015) 184 final}

Indice

INTRODUZIONE.....	3
1. IL PERCORSO VERSO LA CRESCITA: FINANZIARE L'INNOVAZIONE, LE <i>START-UP</i> E LE SOCIETÀ NON QUOTATE	7
1.1. Il finanziamento della fase di <i>start-up</i>	8
1.2. La prima fase di espansione	9
1.3. Sostenere le PMI in cerca di finanziamenti.....	10
1.4. Fondi che concedono prestiti.....	11
1.5. Collocamento privato	12
2. SEMPLIFICARE L'ACCESSO E LA RACCOLTA DI CAPITALI DA PARTE DELLE IMPRESE SUI MERCATI DEI CAPITALI APERTI AL PUBBLICO.....	13
3. INVESTIRE A LUNGO TERMINE: INVESTIMENTI INFRASTRUTTURALI SOSTENIBILI.....	16
3.1. Migliorare il contesto degli investimenti attraverso il quadro normativo	16
3.2. Sostenere i finanziamenti infrastrutturali e a lungo termine	17
3.3. Orientare la finanza verso la sostenibilità ambientale.....	18
3.4. Invito a presentare contributi sul quadro normativo vigente.....	18
4. PROMUOVERE GLI INVESTIMENTI ISTITUZIONALI E AL DETTAGLIO ...	20
4.1. Investitori al dettaglio.....	20
4.2. Investitori istituzionali.....	22
5. MOBILITARE LA CAPACITÀ BANCARIA PER SOSTENERE L'ECONOMIA NEL SUO COMPLESSO.....	24
6. FACILITARE GLI INVESTIMENTI TRANSFRONTALIERI	26
6.1. Certezza giuridica e infrastruttura del mercato per gli investimenti transfrontalieri	26
6.2. Rimuovere gli ostacoli nazionali agli investimenti transfrontalieri	27
6.3. Promuovere la stabilità finanziaria e la convergenza in materia di vigilanza ..	29
6.4. Favorire gli investimenti internazionali	30
7. PROSSIME TAPPE E MONITORAGGIO	32

INTRODUZIONE

La priorità assoluta della Commissione è rafforzare l'economia europea e stimolare gli investimenti per creare posti di lavoro. Il piano di investimenti da 315 miliardi di EUR, istituito e reso operativo a meno di un anno dall'insediamento della Commissione, contribuirà ad avviare questo processo. Per rafforzare gli investimenti a lungo termine abbiamo bisogno di mercati dei capitali più forti, che forniscano nuove fonti di finanziamento alle imprese, contribuiscano ad ampliare le possibilità di scelta dei risparmiatori e rendano più resiliente l'economia. Per questo motivo il Presidente Juncker ha indicato tra le sue principali priorità la necessità di creare un vero mercato unico dei capitali: un'Unione dei mercati dei capitali per tutti i 28 Stati membri.

La libera circolazione dei capitali è uno dei principi fondamentali su cui è stata costruita l'UE. Nonostante i progressi compiuti nel corso degli ultimi 50 anni, i mercati dei capitali in Europa sono ancora relativamente poco sviluppati e frammentati. L'economia europea ha le stesse dimensioni di quella statunitense, ma i mercati degli strumenti di capitale in Europa corrispondono a meno della metà dei loro omologhi statunitensi, e i mercati del debito a meno di un terzo. Il divario tra gli Stati membri è persino superiore a quello tra l'Europa e gli Stati Uniti. Mercati dei capitali più integrati consentiranno guadagni di efficienza e sosterranno la capacità dell'Europa di finanziare la crescita.

L'Unione dei mercati dei capitali rafforzerà il terzo pilastro del piano di investimenti per l'Europa. Porterà benefici a tutti i 28 Stati membri e rafforzerà anche l'Unione economica e monetaria sostenendo la convergenza economica e contribuendo ad assorbire gli shock economici nella zona euro, come illustrato nella relazione dei cinque presidenti sul completamento dell'Unione economica e monetaria.

Mercati dei capitali più forti integreranno il finanziamento bancario, che è una solida tradizione in Europa, e consentiranno di:

- **sbloccare maggiori investimenti dall'UE e dal resto del mondo:** l'Unione dei mercati dei capitali contribuirà a mobilitare capitali in Europa e a convogliarli verso tutte le imprese, comprese le PMI, le infrastrutture e i progetti sostenibili a lungo termine che ne hanno bisogno per espandersi e creare posti di lavoro. Offrirà alle famiglie migliori soluzioni per realizzare i loro obiettivi pensionistici;
- **collegare meglio i finanziamenti ai progetti di investimento in tutta l'UE:** gli Stati membri con mercati piccoli ed elevate potenzialità di crescita hanno molto da guadagnare da un migliore convogliamento di capitali e investimenti verso i loro progetti. Gli Stati membri con mercati dei capitali più sviluppati beneficeranno di maggiori opportunità di investimento e di risparmio transfrontalieri;
- **rendere il sistema finanziario più stabile:** mercati finanziari e dei capitali integrati possono aiutare gli Stati membri, soprattutto quelli della zona euro, a condividere l'impatto degli shock. L'ampliamento della scelta di fonti di finanziamento contribuirà a una migliore ripartizione dei rischi finanziari riducendo, in futuro, la vulnerabilità delle imprese dell'UE rispetto a contrazioni dei crediti bancari. Inoltre, mercati degli strumenti di capitale più sviluppati, contrariamente all'aumento dell'indebitamento, consentono maggiori investimenti a lungo termine;

- **approfondire l'integrazione finanziaria e aumentare la concorrenza:** una maggiore ripartizione dei rischi a livello transfrontaliero, mercati più profondi e più liquidi e fonti di finanziamento diversificate consentiranno di approfondire l'integrazione finanziaria, ridurre i costi e incrementare la competitività in Europa.

In altre parole, l'Unione dei mercati dei capitali rafforzerà il collegamento tra risparmio e crescita, darà più scelta e migliori rendimenti a consumatori e investitori e offrirà alle imprese maggiori opzioni di finanziamento nelle varie fasi del loro sviluppo.

Perché è opportuno agire in tal senso?

Alcuni esempi illustrano i benefici potenziali. Le PMI europee ricevono dai mercati dei capitali cinque volte meno finanziamenti rispetto alle PMI statunitensi. Se i nostri mercati di *venture capital* avessero avuto pari spessore, tra il 2009 e il 2014 le imprese avrebbero avuto a disposizione finanziamenti per oltre 90 miliardi di EUR. Se le cartolarizzazioni dell'UE potessero tornare, in tutta sicurezza, ai livelli di emissione medi pre-crisi, le banche sarebbero in grado di erogare crediti supplementari al settore privato per oltre 100 miliardi di EUR. E se le cartolarizzazioni delle PMI fossero riportate a livelli pari alla metà del picco raggiunto durante la crisi, sarebbe possibile generare 20 miliardi di EUR di finanziamenti supplementari. Anche le esigenze di investimento sono considerevoli: si stima, ad esempio, che per la transizione dell'UE verso un'economia a basse emissioni di carbonio saranno necessari investimenti per 200 miliardi di EUR l'anno¹.

L'Unione dei mercati dei capitali dovrebbe permettere all'Unione europea di avanzare verso una situazione in cui, ad esempio, le PMI possano ottenere finanziamenti con la stessa facilità delle grandi imprese, i costi di investimento e di accesso ai prodotti di investimento convergano in tutta l'UE, diventi sempre più facile ottenere finanziamenti attraverso i mercati dei capitali e sia possibile chiedere finanziamenti in un altro Stato membro senza scontrarsi con inutili barriere giuridiche o di vigilanza.

Un piano d'azione per l'Unione dei mercati dei capitali

Nel quadro delle consultazioni avviate in febbraio, la Commissione ha ricevuto oltre 700 risposte. I partecipanti hanno unanimemente riconosciuto l'importanza di creare un'Unione dei mercati dei capitali e sia il Parlamento europeo² sia il Consiglio³ hanno confermato il loro sostegno deciso a favore di un approccio graduale, condividendo la scelta degli aspetti su cui concentrarsi effettuata nel quadro della consultazione della Commissione.

Per realizzare l'Unione dei mercati dei capitali non basta un unico provvedimento; sono bensì necessarie diverse misure, il cui impatto sarà nel complesso significativo. La Commissione elaborerà misure per superare le barriere che separano il denaro degli investitori e le opportunità di investimento e per eliminare gli ostacoli che impediscono alle imprese di trovare investitori. Il sistema di incanalamento di questi fondi sarà reso quanto più efficiente possibile, a livello sia nazionale che internazionale.

Dato che la maggiore integrazione dei mercati dei capitali e la graduale eliminazione dei rimanenti ostacoli nazionali potrebbero comportare nuovi rischi per la stabilità finanziaria,

¹ PRIMES, *2030 Impact Assessment*.

² Risoluzione del Parlamento europeo sulla creazione di un'Unione dei mercati dei capitali (2015/2634 (RSP)).

³ [Conclusioni del Consiglio dell'UE](#) del 19 giugno sull'Unione dei mercati dei capitali.

sosterremo azioni intese ad aumentare la convergenza in materia di vigilanza, affinché le autorità di regolamentazione dei mercati dei capitali agiscano in modo uniforme e rafforzino gli strumenti a disposizione per gestire i rischi sistemici in maniera prudente. Basandosi sui riscontri ottenuti e sulla propria analisi, la Commissione incentrerà le proprie azioni sui seguenti settori prioritari.

Ampliare la scelta di finanziamenti per imprese e PMI europee

Le imprese europee incontrano ostacoli nella raccolta di finanziamenti nei mercati dei capitali in ogni fase del cosiddetto "*funding escalator*" e nei mercati aperti al pubblico. Questi ostacoli limitano le imprese più piccole nella raccolta di finanziamenti con strumenti di capitale e di debito. La Commissione intende:

- modernizzare la direttiva relativa al prospetto per rendere meno oneroso per le imprese raccogliere finanziamenti presso il pubblico, riesaminare gli ostacoli normativi alla quotazione delle piccole imprese nei mercati degli strumenti di capitale e di debito e sostenere le attività di quotazione delle piccole imprese tramite strutture di consulenza europee;
- lanciare un pacchetto di misure a sostegno del *venture capital* e del finanziamento con strumenti di capitale nell'UE, usando, tra l'altro, le risorse dell'UE come catalizzatore di investimenti privati attraverso fondi di fondi paneuropei, una riforma normativa e la promozione delle migliori pratiche in materia di incentivi fiscali;
- promuovere forme innovative di finanziamento delle imprese, quale il *crowdfunding* (finanziamento collettivo), il collocamento privato e i fondi che concedono prestiti, preservando allo stesso tempo la tutela degli investitori e la stabilità finanziaria e
- individuare modi per sviluppare un approccio paneuropeo per collegare meglio le PMI con diverse fonti di finanziamento.

Garantire un contesto normativo adeguato per investimenti a lungo termine sostenibili e il finanziamento delle infrastrutture in Europa

L'Europa ha bisogno di un volume considerevole di nuovi investimenti sostenibili a lungo termine per mantenere e accrescere la propria competitività. Il sostegno pubblico, con misure quali il piano di investimenti per l'Europa da 315 miliardi di EUR, può dare un contributo, ma sono necessarie ulteriori misure per sbloccare gli investimenti privati a più lungo termine. La Commissione intende:

- rivedere in tempi brevi le calibrature previste da solvibilità II per rispecchiare meglio il rischio reale degli investimenti infrastrutturali e, successivamente, riesaminare le disposizioni sulle esposizioni delle banche verso progetti infrastrutturali nel quadro del regolamento sui requisiti patrimoniali e
- valutare l'impatto cumulativo delle precedenti riforme normative per assicurare coerenza e uniformità, nel quadro dell'iniziativa della Commissione per una migliore regolamentazione e basandosi sui lavori avviati nel 2013 dal Parlamento europeo sulla coerenza della normativa UE in materia di servizi finanziari.

Aumentare gli investimenti e accrescere la scelta degli investitori al dettaglio e istituzionali

I risparmi al dettaglio detenuti direttamente o indirettamente tramite gestori di attività, imprese di assicurazione sulla vita e fondi pensione sono fondamentali per sbloccare i mercati dei capitali. Dalla consultazione è emerso che per gli investitori al dettaglio che risparmiano per il loro futuro, l'aumento della fiducia degli investitori, della trasparenza, della certezza e della scelta può aiutare a realizzare gli investimenti giusti. Il settore europeo della gestione delle attività nel complesso funziona correttamente, ma sono necessari ulteriori interventi per rafforzare il sistema di "passaporto" e la concorrenza transfrontaliera; La Commissione intende:

- cercare modi per aumentare le possibilità di scelta e la concorrenza nei servizi finanziari e assicurativi al dettaglio prestati a livello transfrontaliero, attraverso un Libro verde che sarà pubblicato nei prossimi mesi dell'anno in corso. Essa valuterà inoltre il quadro normativo sugli investimenti al dettaglio, con particolare attenzione al miglioramento della trasparenza e della qualità e disponibilità di consulenze di investimento nel contesto di una maggiore offerta *online*;
- analizzare modi per ampliare le opzioni di risparmio a fini pensionistici e creare un mercato dell'UE per le pensioni private individuali, per cui gli organismi che erogano pensioni potrebbero optare nel quadro della loro offerta di pensioni private in tutta l'UE e
- creare un passaporto europeo per i fondi efficace, che consenta di eliminare commissioni e barriere transfrontaliere, per aumentare la concorrenza e la possibilità di scelta dei consumatori.

Rafforzare la capacità delle banche di erogare prestiti

Le banche, quali erogatori di prestiti a una parte significativa dell'economia e di intermediari nei mercati dei capitali, avranno un ruolo centrale nell'Unione dei mercati dei capitali. Le banche intrattengono stretti rapporti con la clientela e conoscono la realtà locale: i prestiti bancari rimarranno la fonte principale di finanziamento di molte imprese, parallelamente ai mercati dei capitali. La Commissione intende:

- dare un nuovo impulso a cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate a livello europeo, al fine di liberare capacità nei bilanci delle banche europee e fornire opportunità di investimento agli investitori a lungo termine;
- esaminare la possibilità che in tutti gli Stati membri le cooperative di credito locali possano operare al di fuori dell'ambito di applicazione delle norme dell'UE sui requisiti patrimoniali delle banche;
- valutare se e come costituire un quadro paneuropeo per le obbligazioni garantite, basandosi su regimi nazionali ben funzionanti ed esaminare in che misura sia fattibile ricorrere a strumenti di finanziamento analoghi per i prestiti alle PMI.

Abbattere gli ostacoli transfrontalieri e sviluppare mercati dei capitali per tutti i 28 Stati membri

Nonostante i progressi compiuti negli ultimi decenni nello sviluppo di un mercato unico dei capitali, gli ostacoli agli investimenti transfrontalieri sono ancora numerosi e possono essere ricondotti a diverse cause: dal diritto nazionale, come nel caso della normativa sull'insolvenza, sui regimi fiscali e sugli strumenti finanziari, a un'infrastruttura di mercato frammentata. Pertanto intendiamo:

- svolgere consultazioni sui principali ostacoli in materia di insolvenza e ad avviare un'iniziativa legislativa in materia di insolvenza delle imprese, rimuovendo gli ostacoli più importanti alla libera circolazione dei capitali e basandosi su regimi nazionali ben funzionanti;
- affrontare l'incertezza legata alla proprietà degli strumenti finanziari e mirare a un miglioramento dei meccanismi di compensazione e regolamento delle operazioni transfrontaliere su titoli;
- promuovere lo sviluppo dei mercati dei capitali in tutti i 28 Stati membri, nel quadro del semestre europeo e offrendo agli Stati membri un sostegno mirato per rafforzare le capacità amministrative tramite il servizio di assistenza per le riforme strutturali della Commissione;
- collaborare con le autorità europee di vigilanza (AEV) per elaborare e attuare una strategia per rafforzare la convergenza in materia di vigilanza e individuare gli ambiti in cui un approccio più collettivo può migliorare il funzionamento del mercato unico dei capitali;
- sulla base della prossima revisione del Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) e dei lavori condotti a livello internazionale, fare in modo che le autorità di vigilanza macroprudenziale dispongano degli strumenti per rispondere in modo adeguato agli sviluppi sui mercati dei capitali.

Il presente piano d'azione pone le basi per realizzare, entro il 2019, un'Unione dei mercati dei capitali ben funzionante, integrata ed estesa a tutti gli Stati membri. Si tratta di un progetto a lungo termine, ma procederemo rapidamente. Nel 2017 la Commissione valuterà i risultati e riasaminerà le priorità.

La direzione da prendere è chiara: dare forma a un mercato unico dei capitali partendo dal basso, individuando gli ostacoli e rimuovendoli uno a uno, dando un nuovo impulso e instaurando un crescente senso di fiducia per investire nel futuro dell'Europa. La libera circolazione dei capitali è uno dei principi fondamentali su cui è stata costruita l'UE. Più di 50 anni dopo la firma del trattato di Roma, dobbiamo cogliere l'opportunità di trasformare questa ambizione in realtà.

1. IL PERCORSO VERSO LA CRESCITA: FINANZIARE L'INNOVAZIONE, LE *START-UP* E LE SOCIETÀ NON QUOTATE

Le nuove *start-up* sono essenziali per promuovere la crescita economica. In tutta l'UE, le piccole e medie imprese (PMI) danno lavoro a due persone su tre e producono 58 centesimi per ogni euro di valore aggiunto⁴. Gli imprenditori con piani aziendali promettenti devono avere la possibilità di ottenere finanziamenti per realizzare le loro idee. Le imprese di successo dovranno poter accedere a finanziamenti a condizioni vantaggiose per finanziare la loro espansione. Tuttavia, i canali di finanziamento per le imprese in crescita, che intendono raccogliere capitale proprio o trovare altre forme di credito al di fuori del sistema bancario, non sono sufficientemente sviluppati in Europa. Ciò vale in particolare per le PMI europee, per le quali più del 75% dei finanziamenti esterni è costituito da prestiti bancari. Un'Unione dei mercati dei capitali ben funzionante dovrebbe ampliare il ventaglio di opzioni di

⁴ Commissione europea (2014) - *Annual Report on European SMEs: A Partial and Fragile Recovery*, pag. 24.

finanziamento a disposizione delle imprese in crescita. Tali opportunità dovrebbero esistere ed essere accessibili agli imprenditori in tutti i 28 Stati membri dell'UE e in tutte le fasi del cosiddetto "*funding escalator*".

1.1. Il finanziamento nella fase di *start-up*

Grazie alle loro reti e relazioni locali consolidate, le banche sono in grado di fornire alle PMI europee la maggior parte dei loro finanziamenti esterni. Negli ultimi anni, a integrazione del finanziamento bancario, è emersa una varietà crescente di opzioni di finanziamento non bancario a sostegno delle imprese, che spazia dalle piattaforme di prestiti e di donazione, alla cessione dei crediti commerciali da parte delle imprese, ai prestiti tra pari (*peer-to-peer lending*), al *crowdfunding* basato su investimenti o al sostegno da parte di investitori informali (*business angels*).

Il *crowdfunding*, ad esempio, è in rapida crescita in alcuni Stati membri. Ad oggi sono attive oltre 500 piattaforme, che offrono diversi servizi nell'UE⁵. Vista la dimensione prevalentemente locale di tali attività, gli Stati membri che ospitano la maggior parte delle attività di *crowdfunding* stanno prendendo provvedimenti per chiarire le condizioni cui è soggetto questo nuovo modello commerciale. Le piattaforme di *crowdfunding* basato su titoli possono essere autorizzate a norma della direttiva sui mercati degli strumenti finanziari (*Markets in Financial Instruments Directive* - MiFID) e beneficiare di un passaporto per prestare servizi e attività regolamentati in tutta l'UE⁶. Attualmente non esiste un quadro dell'UE che disciplini nello specifico il *crowdfunding* basato sul prestito. L'UE dovrebbe trovare il giusto equilibrio tra gli obiettivi di protezione degli investitori e di espansione costante del *crowdfunding*. Una regolamentazione prematura rischierebbe di ostacolare questo canale di finanziamento innovativo e in rapida crescita, invece di favorirne la crescita. La Commissione ha istituito il forum delle parti interessate del *crowdfunding* (*Crowdfunding Stakeholder Forum*) a sostegno dell'elaborazione delle politiche in materia e ha avviato uno studio per raccogliere e analizzare dati sui mercati del *crowdfunding* in tutta l'UE e valutare l'impatto della legislazione nazionale. Basandosi su lavori esistenti⁷, la Commissione pubblicherà una relazione sullo sviluppo del *crowdfunding* in Europa.

La Commissione valuterà i regimi nazionali e le migliori pratiche e monitorerà l'evoluzione del settore del *crowdfunding*. Sulla base di questa valutazione, la Commissione deciderà sugli strumenti migliori per consentire lo sviluppo di questo nuovo canale di finanziamento in tutta l'Unione.

Gli investitori informali spesso sono uomini d'affari esperti disposti a fornire sostegno finanziario e di altro tipo alle *start-up*. Nel tempo sono diventati una fonte di capitale proprio d'importanza crescente nella fase di avviamento e nelle prime fasi di sviluppo dell'impresa. Gli importi investiti dagli investitori informali europei rimangono modesti⁸, con 357 milioni

⁵ Stima basata sui dati provenienti da 22 Stati membri dell'UE nel 2014. Fonte: *Crowdsurfer Ltd e Ernst & Young LLP - Crowdfunding: Mapping EU markets and events study*, 2015.

⁶ Se la piattaforma di *crowdfunding* è autorizzata quale impresa di investimento ed è soddisfa i pertinenti requisiti della MiFID.

⁷ Autorità europea degli strumenti finanziari e dei mercati, *Opinion and Advice on investment-based crowdfunding*, ESMA/2014/1378 ed ESMA/1560, 18.12.2014; *Opinion of the European Banking Authority on lending-based crowdfunding*, EBA/Op/2015/03, 26.3.2015.

⁸ Non tutti gli investimenti informali sono direttamente misurabili. In base ad alcune stime, i volumi complessivi degli investimenti informali potrebbero essere superiori a quelli di *venture capital* in alcuni paesi europei con mercati degli investitori informali ben sviluppati (cfr. OCSE (2011) - *Financing High-Growth Firms: The Role of Angel Investors*).

di EUR nel 2013, di cui più della metà concentrati in soli tre Stati membri dell'UE (UK, Spagna e Francia)⁹. L'Europa ha bisogno di una rete più forte di investitori informali in grado di operare a livello transfrontaliero nell'UE. La Commissione continuerà a sostenere la creazione di reti e capacità transfrontaliere per gli investitori informali, con particolare attenzione per l'Europa centrale e orientale, al fine di sviluppare piattaforme transfrontaliere di collegamento tra investitori informali e PMI innovative e agevolare il cofinanziamento (*match-funding*).

1.2. La prima fase di espansione

Le imprese in rapida espansione, che evidenziano un elevato potenziale di crescita a fronte di un capitale di esercizio limitato, possono riscontrare problemi di finanziamento in momenti cruciali della loro espansione. I soli scoperti bancari o prestiti a breve termine spesso non sono sufficienti per rispondere alle loro esigenze. In base alle risposte alla consultazione, il finanziamento dell'espansione è la fase in cui il sistema finanziario dell'UE è maggiormente inefficiente. Poiché le imprese interessate hanno il potenziale per diventare grandi datori di lavoro in futuro, le opportunità mancate per la società europea rischiano di essere considerevoli¹⁰.

Il *venture capital* ha un ruolo chiave da assumere nel sostenere la crescita e offrire agli imprenditori la possibilità di raccogliere finanziamenti sia in Europa sia sui mercati internazionali. Di norma il *venture capital* è capitale (azionario) a lungo termine erogato tramite fondi che raccolgono le quote degli investitori e che diversificano il rischio. Tuttavia, i fondi per il *venture capital* nell'UE rimangono di dimensioni relativamente limitate. Con dimensioni medie di 60 milioni di EUR, i fondi per il *venture capital* corrispondono solo alla metà dei loro omologhi statunitensi, e circa il 90% degli investimenti in *venture capital* nell'UE si concentra in soli 8 Stati membri¹¹. La condivisione dei rischi con il settore pubblico può contribuire ad aumentare le dimensioni dei fondi per il *venture capital* in Europa e la loro presenza in tutti i 28 Stati membri, oltre a fungere da catalizzatore degli investimenti del settore privato, contribuendo a promuoverne le dimensioni, la diversificazione e la portata geografica. La promozione dei fondi di fondi potrebbe in particolare contribuire ad ampliare gli investimenti privati in *venture capital* attirando investitori istituzionali.

La normativa dell'UE ha cercato di creare le condizioni normative per un buon funzionamento del settore del *venture capital* dell'UE. In particolare, il regolamento relativo ai fondi europei per il *venture capital* (EuVECA)¹² e il regolamento relativo ai fondi europei per l'imprenditoria sociale (EuSEF)¹³ definiscono le condizioni alle quali tali fondi possono essere offerti a investitori istituzionali e a privati facoltosi in tutta l'UE. Tuttavia, i passaporti EuVECA ed EuSEF sono attualmente disponibili solo per gli operatori più piccoli che gestiscono portafogli di attività inferiori a 500 milioni di EUR. Una modifica dei regolamenti in questione potrebbe migliorare l'efficacia dei passaporti. Ad esempio, si potrebbe consentire

⁹ Fonte: *EBAN Statistics Compendium* 2014. I dati sono disponibili per 21 Stati membri.

¹⁰ I dati provenienti da 15 paesi dell'OCSE per il 2001-2011 dimostrano che le giovani imprese hanno un ruolo fondamentale nella creazione di occupazione. Esse creano sistematicamente più posti di lavoro di quanti ne distruggano. In particolare, le giovani imprese con meno di 50 dipendenti rappresentano circa l'11% dell'occupazione e, in generale, più del 33% della creazione complessiva di posti di lavoro nelle imprese, mentre è loro imputabile circa il 17% della perdita di posti di lavoro. (Fonte: OCSE (2013) - Science, Technology and Industry Scoreboard).

¹¹ Fonte: *European Private Equity & Venture Capital Association*.

¹² Regolamento (UE) n. 345/2013.

¹³ Regolamento (UE) n. 346/2013.

ai gestori di fondi più grandi di istituire e commercializzare EuVECA ed EuSEF, ridurre la soglia d'investimento in modo da attirare un maggior numero di investitori e accelerare la commercializzazione e gli investimenti transfrontalieri.

Anche incentivi fiscali possono essere utilizzati per sostenere il finanziamento con strumenti di capitale, in particolare per imprese e *start-up* innovative¹⁴. La Commissione analizzerà il modo in cui gli incentivi fiscali nazionali per il *venture capital* e per gli investitori informali possano favorire gli investimenti in PMI e *start-up* e promuovere le migliori pratiche in tutti gli Stati membri.

A integrazione dei finanziamenti a favore del *venture capital* e delle PMI nel quadro del piano di investimenti, la Commissione presenterà un pacchetto completo di misure a sostegno del finanziamento del *venture capital* e del capitale di rischio nell'UE. Esso includerà la modifica della normativa EuVECA ed EuSEF e proposte relative a una serie di fondi di fondi per il *venture capital* paneuropei e di fondi multinazionali, sostenuti dal bilancio dell'UE, al fine di mobilitare capitali privati. Rientrerà nel pacchetto completo anche la promozione delle migliori pratiche in materia di incentivi fiscali.

Le autorità pubbliche possono anche sostenere gli enti finanziari nella costituzione di fondi per la crescita delle imprese (*business growth funds*) per promuovere il capitale proprio delle PMI. La condivisione delle migliori pratiche tra gli Stati membri sulle modalità di costituzione di fondi per la crescita delle imprese estenderebbe i vantaggi di questi regimi a una maggiore varietà di PMI. Al fine di sostenere il capitale proprio delle PMI, la Commissione collaborerà con gli Stati membri e le autorità di vigilanza prudenziale per sostenere lo sviluppo di fondi per la crescita delle imprese promossi dalle imprese.

1.3. Sostenere le PMI in cerca di finanziamenti

Il deficit di informazione tra PMI e investitori può ostacolare i finanziamenti non bancari. In particolare, i costi di ricerca possono impedire ai potenziali investitori di individuare e valutare imprese promettenti in cui investire. Vi è la necessità, da un lato, di informare maggiormente le piccole imprese con esigenze di finanziamento sulle opzioni di finanziamento basate sul mercato a loro disposizione e, dall'altro, di aumentare la visibilità delle imprese agli occhi di potenziali investitori locali e paneuropei.

Il primo passo consiste nel segnalare alle PMI le opzioni di finanziamento basate sul mercato tramite una serie di strumenti promossi dai poteri pubblici e dal mercato. Per cominciare, le banche che rifiutano un prestito alle PMI dovrebbero spiegarne i motivi¹⁵ che, in alcuni casi, sono da ricondurre all'esistenza di alternative di finanziamento più appropriate.

L'offerta di servizi di consulenza si sta diffondendo sempre di più in alcuni Stati membri, grazie a una serie di sistemi promossi dal settore pubblico e privato¹⁶. La Commissione agevolerà lo scambio di buone pratiche per promuovere la disponibilità di fonti di informazione e di sostegno efficaci per le PMI alla ricerca di finanziamenti basati sul mercato in tutti gli Stati membri.

¹⁴ Gli orientamenti della Commissione sugli aiuti di Stato per il finanziamento del rischio chiariscono le condizioni alle quali gli Stati membri possono istituire regimi per la promozione del *venture capital* (2014/C 19/04).

¹⁵ Come imposto dall'articolo 431, paragrafo 4, del vigente regolamento sui requisiti patrimoniali.

¹⁶ Ad esempio, *Aktiespararna* (Svezia), *Médiateur du Credit* (Francia), *Better Business Finance* (UK), *Investomierz* (Polonia), *Industrie- und Handelskammern* (Germania).

Questa infrastruttura locale o nazionale volta a comunicare nuove opportunità di finanziamento potrebbe servire da base per un sistema informatico che colleghi i potenziali fornitori di finanziamenti esterni con le PMI alla ricerca di finanziamenti in tutta Europa. I sistemi nazionali esistenti potrebbero essere collegati tra di loro per mettere in contatto gli investitori e le PMI in tutta Europa. Un sistema di collegamento tra le strutture nazionali consentirebbe di salvaguardare le conoscenze locali, importanti nel settore delle PMI, e permetterebbe allo stesso tempo alle PMI di mettere a disposizione degli investitori a livello europeo una serie di dati finanziari e creditizi di base. Per poter apportare un valore aggiunto, un tale sistema dovrebbe, tra l'altro, offrire un livello sufficiente di comparabilità dei dati fondamentali, in modo da consentire ai potenziali investitori in tutta l'UE di avere un quadro preciso e affidabile della situazione finanziaria delle PMI. La partecipazione delle PMI a tale sistema e la comunicazione delle informazioni avverrebbero su base volontaria. Da una recente mappatura¹⁷ delle informazioni sui crediti alle PMI realizzata dalla Commissione è emersa una forte eterogeneità nell'UE in relazione a quali informazioni sono condivise, in che modo, da quali soggetti, e chi vi ha accesso. La standardizzazione dei dati sui crediti sarà agevolata dalla nuova banca dati AnaCredit della Banca centrale europea relativa ai prestiti alle imprese, che sarà disponibile *online* nel 2018.

La Commissione porterà avanti una strategia globale per rimuovere gli ostacoli allo scambio di informazioni che impediscono alle PMI e ai potenziali investitori di individuare le opportunità di finanziamento o di investimento:

- **collaborando con le federazioni bancarie europee e le organizzazioni di categoria per strutturare le informazioni fornite dalle banche che respingono le richieste di credito delle PMI;**
- **collaborando con la rete *Enterprise Europe* per una mappatura delle capacità di supporto e di consulenza esistenti in tutta l'UE a livello locale o nazionale, al fine di promuovere le migliori pratiche sull'assistenza alle PMI che potrebbero beneficiare di possibilità alternative di finanziamento;**
- **sulla base del lavoro svolto dalla Banca centrale europea e dagli Stati membri, individuando modi per sviluppare o sostenere sistemi di informazione paneuropei di collegamento dei sistemi nazionali che mettano in contatto le PMI in cerca di finanziamenti e gli erogatori di finanziamenti, nonché prendendo ulteriori provvedimenti, se necessario.**

1.4. Fondi che concedono prestiti

I grandi investitori istituzionali o i fondi di investimento possono investire nelle medie imprese o concedere loro direttamente prestiti (a volte in partenariato con le banche), contribuendo in tal modo a diversificare ulteriormente l'intermediazione creditizia e ad aumentare le opportunità di finanziamento. Secondo alcune stime, alla fine del 2014 oltre 350 operazioni sono state eseguite da 36 prestatori alternativi in poco più di due anni. Il volume delle operazioni effettuate da fondi di prestito diretto (*direct lending funds*) in Europa è aumentato del 43% tra il 2013 e il 2014. Ad oggi si contano sul mercato 40 fondi di prestito diretto in attività (contro i 18 nel 2012) e altri 81 nuovi fondi, che mirano a raccogliere circa

¹⁷ Cfr. *European Financial Stability and Integration Report*, aprile 2015, capitolo 7.

70 miliardi di EUR¹⁸. In futuro questi fondi potrebbero rivelarsi una fonte potenzialmente importante di crediti non bancari.

Gli EuVECA e i fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF)¹⁹ possono, in misura limitata, concedere prestiti. Alcuni Stati membri hanno anche introdotto regimi su misura nei rispettivi ordinamenti nazionali, al fine di definire le condizioni alle quali i fondi d'investimento alternativi possono concedere prestiti. Da ciò consegue che i fondi che operano a livello transfrontaliero devono rispettare disposizioni diverse quando esercitano la loro attività di concessione dei prestiti. Chiarire il trattamento dei fondi che concedono prestiti nell'ambito del quadro normativo potrebbe agevolare lo sviluppo transfrontaliero e assicurarne un'adeguata regolamentazione in una prospettiva sia di protezione degli investitori sia di stabilità finanziaria.

La Commissione collaborerà con gli Stati membri e le autorità europee di vigilanza per valutare la necessità di un approccio coordinato alla concessione di prestiti da parte di fondi e l'opportunità o meno di creare un quadro dell'UE in futuro.

1.5. Collocamento privato

Le imprese europee esprimono un interesse crescente per i mercati del collocamento privato per raccogliere capitali (di norma per importi superiori ai 20 milioni di EUR) mediante l'emissione di strumenti di debito collocati presso investitori istituzionali o altri investitori esperti. Visto che il numero e le tipologie di investitori sono limitati, questo canale di finanziamento comporta obblighi normativi meno onerosi²⁰. Il collocamento privato in Europa è aumentato di circa il 30% nel 2014, passando da 13 miliardi di EUR nel 2013 a 17 miliardi di EUR nel 2014²¹. Le imprese europee hanno tuttavia raccolto un volume ancora maggiore di finanziamenti ricorrendo al collocamento privato sui mercati statunitensi. Il collocamento privato in Europa è inoltre limitato a un numero esiguo di paesi. L'insieme delle considerazioni sopra esposte suggerisce che questo canale ha le potenzialità per svilupparsi ulteriormente in Europa. In passato la Commissione ha individuato nella scarsa standardizzazione delle procedure e della documentazione gli ostacoli al suo sviluppo. Per questo motivo, la Commissione sostiene appieno l'operato dell'*International Capital Market Association* (ICMA)²² e il regime tedesco degli *Schuldscheine*²³ in materia e intende basarsi sulle migliori pratiche e promuoverli in tutta l'UE attraverso iniziative appropriate.

¹⁸ Fonte: AIMA - *Financing the Economy: The role of alternative asset managers in the non-bank lending environment*, maggio 2015.

¹⁹ Regolamento relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine, PE-CONS 97/14, 20.3.2015.

²⁰ Il 52% delle operazioni di collocamento privato, ad eccezione degli accordi sui mercati degli *Schuldscheine* tedeschi, sono quotate. Fonte: *S&P First European Private Placement League Table*, 2015.

²¹ Fonte: S&P.

²² Nel febbraio 2015 l'ICMA ha pubblicato la *Pan-European Corporate Private Placement Guide*, che promuove il ricorso a una documentazione standardizzata elaborata dalla *Loan Market Association* (associazione dei mercati dei prestiti, di diritto inglese) e dall'*Euro-PP Working Group* (gruppo di lavoro per il collocamento privato in Europa, di diritto francese). L'iniziativa riguarda esclusivamente il debito societario.

²³ Ad esempio, il settore assicurativo tedesco ha sviluppato un sistema semplice, riconosciuto dalla BaFin, l'autorità di vigilanza tedesca sui servizi finanziari, che consente alle imprese di assicurazione di calcolare con facilità un insieme predefinito di indicatori finanziari per valutare l'affidabilità creditizia e di valutare il rispetto dei requisiti patrimoniali per gli investimenti in collocamenti privati.

2. SEMPLIFICARE L'ACCESSO E LA RACCOLTA DI CAPITALI DA PARTE DELLE IMPRESE SUI MERCATI DEI CAPITALI APERTI AL PUBBLICO

L'offerta pubblica di titoli di debito o strumenti di capitale costituisce la principale via di finanziamento delle medie e grandi imprese che intendono raccogliere importi superiori ai 50 milioni di EUR. Essa offre accesso al più ampio ventaglio possibile di finanziatori e un'opportunità di uscita per gli investitori in *private equity* e gli investitori informali. I mercati aperti al pubblico sono essenziali affinché le imprese di medie dimensioni in forte crescita possano diventare protagonisti riconosciuti a livello mondiale. Per esempio, le imprese quotate nell'*Alternative Investment Market (AIM)*²⁴ hanno evidenziato, in media, una crescita del fatturato del 37% e un tasso di crescita dell'occupazione del 20% nell'anno successivo all'offerta pubblica iniziale (IPO)²⁵. I mercati aperti al pubblico efficienti sono pertanto un anello essenziale nella catena di finanziamento.

Sebbene i mercati europei degli strumenti di capitale e di debito aperti al pubblico si siano sviluppati in modo considerevole negli ultimi decenni, sono ancora in ritardo rispetto ad altre economie sviluppate. Inoltre, il quadro è fortemente eterogeneo nei vari Stati membri dell'UE. Ciò rispecchia in parte le diverse dimensioni ed esigenze di finanziamento delle imprese, oltre alle preferenze a favore della proprietà e del controllo familiari delle società²⁶. La consultazione sull'Unione dei mercati dei capitali ha tuttavia evidenziato anche diffuse preoccupazioni sul fatto che il contesto normativo dell'UE possa non favorire l'ulteriore sviluppo di tali canali di finanziamento. Ad esempio, la recente relazione dell'*EU IPO Task Force* stima il costo della quotazione in borsa per le sole IPO di volume inferiore a 6 milioni di EUR al 10-15% del valore dell'operazione. A titolo di confronto, per operazioni di maggiori dimensioni (50-100 milioni di EUR) i costi sono pari a circa il 5-8%²⁷. Attualmente molte PMI ritengono che i costi iniziali (e successivi) della quotazione siano superiori ai suoi benefici²⁸. Una riduzione dei costi di entrata consentirebbe a un maggior numero di imprese di raccogliere capitali sui mercati aperti al pubblico²⁹.

La porta di ingresso ai mercati aperti al pubblico per le imprese che cercano finanziamenti è il prospetto. I prospetti sono documenti obbligatori per legge che contengono tutte le informazioni su una determinata società di cui gli investitori hanno bisogno per decidere con cognizione di causa se investire o meno. Le disposizioni sul prospetto sono state armonizzate per consentire la comparabilità delle opportunità di investimento in tutta l'UE. Ma produrre un prospetto, che di norma contiene centinaia di pagine, è costoso e impegnativo, in particolare per le PMI. Per gli investitori può risultare complesso ed eccessivamente dettagliato. Inoltre le informazioni cruciali per gli investimenti non sono facilmente individuabili.

²⁴ Il sistema multilaterale di negoziazione della borsa di Londra dedicato alle PMI.

²⁵ *Improving the market performance of business information regarding SMEs*, ECSIP Consortium 2013.

²⁶ Nel 2009 le imprese familiari rappresentavano oltre il 60% di tutte le imprese europee. Fonte: Commissione europea - *Final Report of Expert Group – overview of Family-Business Relevant Issues: Research, Networks, Policy Measures and Existing Studies*.

²⁷ *EU IPO Report*, pubblicata dalla *European IPO Task Force* (emittenti europei, EVCA e FESE), 23 marzo 2015.

²⁸ Demarigny Report - *An EU-listing Small Business Act*, marzo 2010.

²⁹ Un recente studio di *Oxera* dimostra che il costo medio sostenuto da gli investitori per la ricerca di informazioni in merito a un investimento è pari a 58 USD negli Stati Uniti a fronte di 430 EUR nell'UE.

La Commissione intende modernizzare la direttiva relativa al prospetto³⁰. Verranno aggiornate le disposizioni relative ai casi in cui è necessario produrre un prospetto, verranno semplificate le informazioni obbligatorie e il processo di approvazione e verrà creato un regime in materia di redazione del prospetto e di accesso ai mercati dei capitali realmente proporzionato per le PMI. La Commissione esaminerà inoltre i modi per sostenere le PMI nel processo di ammissione alla quotazione grazie a strutture di consulenza europee, quale il polo europeo di consulenza sugli investimenti.

Al di là del prospetto, vi sono una serie di altri ostacoli alla raccolta di capitale nei mercati aperti al pubblico. A partire dal 2017 i mercati di crescita per le PMI, introdotti dalla MiFID II, offriranno un trampolino di lancio per aiutare le nuove imprese a prepararsi a una futura quotazione in una borsa valori più grande. La creazione di questo mercato a loro riservato può assumere particolare rilievo per lo sviluppo di mercati locali o di piccoli emittenti. Per sfruttare appieno i benefici di tali piattaforme dedicate per l'Unione dei mercati dei capitali, la Commissione assicurerà, attraverso l'attuazione della MiFID II, che le relative disposizioni rispettino il giusto equilibrio tra la necessità di garantire un'adeguata tutela degli investitori e quella di evitare inutili oneri amministrativi.

Per gli investitori, l'accesso a PMI ad alto potenziale di crescita sui mercati aperti al pubblico può essere interessante per le prospettive di rendimento e i vantaggi legati alla diversificazione, ma fonti di informazione più scarse e la minore liquidità possono avere un effetto deterrente³¹. Le risposte fornite in sede di consultazione hanno messo in evidenza che i due principali ostacoli alla quotazione delle PMI sulle borse valori aperte al pubblico sono dati da una mancanza di ricerche sulle PMI da parte degli analisti finanziari³² e da obblighi di segnalazione supplementari. Molte PMI ammesse alla negoziazione in sistemi multilaterali di negoziazione comunicano le informazioni finanziarie solo sulla base di principi contabili nazionali, il che può non essere sufficiente per soddisfare le esigenze degli investitori internazionali, a causa della mancanza di comparabilità. La Commissione vaglierà inoltre con l'*International Accounting Standards Board* (IASB) la possibilità di sviluppare una soluzione contabile su misura e su base volontaria che potrebbe essere utilizzata per le società ammesse alla negoziazione nei mercati di crescita per le PMI.

La Commissione riesaminerà le barriere normative che ostacolano l'ammissione alla negoziazione delle piccole imprese sui mercati aperti al pubblico e collaborerà strettamente con i nuovi mercati di crescita per le PMI nel quadro della MiFID II per fare in modo che il contesto normativo per questi "mercati incubatori" sia conforme al suo scopo.

Per le imprese più grandi le obbligazioni societarie sono un meccanismo essenziale per finanziarsi tramite debito su scala più ampia. Agevolata dai tassi d'interesse storicamente bassi, l'emissione totale di obbligazioni societarie denominate in euro da parte di società non finanziarie è quasi raddoppiata tra il 2008 e il 2014, raggiungendo 340 miliardi di EUR³³.

³⁰ Nel quadro del programma REFIT della Commissione per la semplificazione e la riduzione degli oneri normativi.

³¹ Cfr. lo studio della Commissione: http://ec.europa.eu/growth/tools-databases/newsroom/cf/itemdetail.cfm?item_id=7562&lang=en&title=Improving-the-market-performance-of-business-information-services-regarding-listed-SMEs.

³² Ad esempio, in risposta alla consultazione, APG ha dichiarato che il 50% delle PMI quotate all'*Euronext* di Amsterdam, Bruxelles, Parigi e Lisbona non è oggetto di ricerche finanziarie e che il 16% è seguito da un solo analista finanziario.

³³ Fonte: Bloomberg.

Nonostante i livelli record di emissione primaria, alcuni operatori del mercato hanno espresso preoccupazioni circa la scarsa liquidità sui mercati secondari, che rende difficile acquistare e vendere questi strumenti. Una liquidità limitata potrebbe tradursi in maggiori premi di illiquidità e in costi di finanziamento più elevati. Se le condizioni di credito dovessero deteriorarsi, alcune imprese potrebbero rapidamente riscontrare difficoltà di accesso ai mercati del debito.

La Commissione riesaminerà il funzionamento dei mercati delle obbligazioni societarie nell'UE, concentrandosi su come migliorare la liquidità del mercato, sul potenziale impatto delle riforme normative, sugli sviluppi di mercato e sulla standardizzazione su base volontaria della documentazione di offerta.

Grazie all'istituzione di un sistema consolidato di pubblicazione per gli strumenti di capitale a partire dal 2017 e per gli strumenti finanziari simili agli strumenti di capitale a partire dal 2018, come previsto dalla MiFID II, per le autorità di regolamentazione e i partecipanti al mercato sarà più facile ottenere una visione più chiara del mercato, il che dovrebbe rendere i mercati dei capitali dell'UE più interessanti agli occhi degli investitori. La Commissione continuerà a seguire attentamente gli sviluppi in questo settore.

Le differenze di trattamento fiscale dei diversi strumenti finanziari possono ostacolare un efficiente finanziamento dei mercati dei capitali. Il trattamento fiscale preferenziale del debito, che consiste nella deducibilità dei pagamenti degli interessi, grava su altri strumenti finanziari, in particolare sugli strumenti di capitale. Affrontare questa distorsione fiscale incoraggerebbe gli investimenti in strumenti di capitale e creerebbe una base più solida di capitale proprio nelle imprese. Ciò comporterebbe inoltre evidenti benefici in termini di stabilità finanziaria, in quanto le imprese con una base di capitale più solida sarebbero meno vulnerabili agli shock. Questo vale in particolare per le banche.

Nel quadro più ampio dei lavori sulla base imponibile consolidata comune per l'imposta sulle società, in occasione dell'elaborazione di una nuova proposta nel 2016, la Commissione valuterà le modalità per affrontare le differenze di trattamento tra strumenti di debito e strumenti di capitale.

3. INVESTIRE A LUNGO TERMINE: INVESTIMENTI INFRASTRUTTURALI SOSTENIBILI

L'Europa ha bisogno di nuovi importanti investimenti a lungo termine sostenibili per mantenere e accrescere la sua competitività e per passare a un'economia a basse emissioni di carbonio ed efficiente nell'uso delle risorse. L'Unione dei mercati dei capitali aiuterà gli investitori ad assumere decisioni di investimento informate e a monitorarne i rischi.

3.1. Migliorare il contesto degli investimenti attraverso il quadro normativo

Il quadro normativo costituisce un fattore importante nel processo decisionale degli investitori, in particolare per gli investimenti a lungo termine. I grandi investitori istituzionali sono per loro natura fornitori di tali tipi di fondi. Le imprese di assicurazioni, i fondi pensione e i fondi di debito di nuova istituzione possono beneficiare dei flussi di entrate stabili generati dal debito infrastrutturale, che controbilanciano le passività di più lunga durata. Anche alcune banche partecipano attivamente al finanziamento delle infrastrutture a fianco delle banche nazionali di promozione.

Fino a poco tempo fa gli investimenti transfrontalieri nelle infrastrutture erano ostacolati dalla mancanza di strumenti comunemente riconosciuti per la raccolta di capitali e l'investimento. Il regolamento di recente adozione relativo ai fondi di investimento europei a lungo termine (ELTIF), che si applicherà a partire dal dicembre 2015, crea un nuovo veicolo transfrontaliero di finanziamento di questi progetti a lungo termine (ad esempio infrastrutture nel settore dell'energia, dei trasporti e delle comunicazioni, degli impianti industriali e di servizio e dell'edilizia abitativa). Il regolamento ELTIF unisce i vantaggi del passaporto transfrontaliero alla possibilità di raccogliere capitale a lungo termine presso i piccoli investitori (sistemi pensionistici locali, comuni, piani pensionistici aziendali, ecc.), compresi gli investitori al dettaglio³⁴. Grazie a questo regolamento i gestori di attività potranno offrire agli investitori l'accesso a una gamma di attività (comprendente anche le infrastrutture) più ampia rispetto a quanto consentito dal precedente quadro normativo. Il trattamento fiscale degli ELTIF a livello nazionale sarà importante per la loro diffusione, e la Commissione invita gli Stati membri a concedere loro il medesimo trattamento fiscale applicato a piani nazionali analoghi.

Una questione regolamentare cruciale riguarda l'assenza di un calcolo chiaro e debitamente calibrato del patrimonio di vigilanza che gli investitori istituzionali dovrebbero detenere a fronte di investimenti infrastrutturali. La Commissione proporrà una definizione di investimenti infrastrutturali che includerà gli investimenti che offrono flussi di cassa a lungo termine prevedibili e i cui rischi possano essere correttamente individuati, gestiti e monitorati da parte delle imprese di assicurazioni. Questa definizione comune consentirà di trattare le infrastrutture come una specifica classe di attività e di adeguare il quadro normativo, ove ciò sia giustificato.

Anche le banche restano importanti per la fornitura e l'organizzazione dei prestiti per i progetti infrastrutturali. Nel luglio 2015 la Commissione ha pubblicato un documento di

³⁴ I gestori autorizzati ai sensi della direttiva sui GEFIA e domiciliati nell'UE possono gestire questi fondi per investire in attività a lungo termine, illiquide o difficili da collocare, quali i progetti infrastrutturali e le PMI, che necessitano di finanziamenti stabili per un certo numero di anni. In cambio, queste attività pagheranno probabilmente un "premio di illiquidità", che consiste in rendimenti più elevati o più stabili che compensano l'impossibilità per gli investitori di recuperare il proprio denaro prima di una determinata data.

consultazione sul potenziale impatto del regolamento sui requisiti patrimoniali (CRR)³⁵ e della direttiva sui requisiti patrimoniali (CRD IV)³⁶ sui prestiti bancari all'economia, che comprende il riesame dei requisiti patrimoniali delle banche per i finanziamenti a lungo termine e infrastrutturali. L'obiettivo è comprendere meglio l'impatto delle nuove norme in materia di requisiti patrimoniali sulla disponibilità di finanziamenti per le infrastrutture e per altri investimenti che favoriscono la crescita sostenibile a lungo termine.

Per agevolare il finanziamento degli investimenti infrastrutturali e degli investimenti sostenibili a lungo termine in Europa, la Commissione propone la revisione delle calibrazioni nel quadro di solvibilità II, affinché il trattamento regolamentare delle imprese di assicurazioni rispecchi meglio i rischi inerenti agli investimenti in infrastrutture ed ELTIF. La Commissione completerà il riesame del CRR e apporterà modifiche alle calibrazioni in materia di infrastrutture, se del caso.

3.2. Sostenere i finanziamenti infrastrutturali e a lungo termine

A causa dell'entità della crisi e della natura della ripresa l'economia dell'UE registra una grande carenza di investimenti infrastrutturali. La Banca europea per gli investimenti (BEI) stima che il fabbisogno complessivo totale di investimenti infrastrutturali nell'UE fino al 2020 potrebbe raggiungere i 2 000 miliardi di EUR³⁷.

Gli investitori istituzionali e altri investitori privati possono costituire un'importante fonte di finanziamento per gli investimenti infrastrutturali, in quanto tali investimenti possono offrire rendimenti stabili e precedenti piuttosto positivi in termini di performance del credito³⁸. Vi sono indicazioni del crescente interesse di questi investitori per i progetti infrastrutturali. Per i progetti a lungo termine più ambiziosi e trasformativi è spesso necessario l'intervento pubblico per lanciare il processo³⁹.

Nell'ambito del piano di investimenti, il Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS) mobilerà nell'UE, tra il 2015 e il 2017, 315 miliardi di EUR di nuovi investimenti aggiuntivi, di cui 240 miliardi saranno impiegati direttamente in infrastrutture e progetti innovativi. Il portale dei progetti di investimento europei consentirà ai promotori dei progetti con sede nell'UE di entrare in contatto con i potenziali investitori e di condividere con loro progetti di investimento e idee, mentre il polo europeo di consulenza sugli investimenti (PECI) costituirà uno sportello unico di orientamento e consulenza a sostegno degli investimenti infrastrutturali nell'UE.

Il nuovo Fondo europeo per gli investimenti strategici (FEIS), ove possibile assieme ai Fondi strutturali e di investimento europei (fondi SIE), offre varie opzioni di finanziamento e di condivisione del rischio tramite strumenti finanziari innovativi, quali piattaforme o

³⁵ Regolamento (UE) n. 575/2013.

³⁶ Direttiva 2013/36/UE.

³⁷ Cfr. il documento di lavoro della BEI 2013/02, *Private Infrastructure Finance and Investment in Europe*, pag. 11.

³⁸ Secondo uno studio condotto a livello mondiale da Moody's sui tassi di insolvenza e di recupero tra il 1983 e il 2012, il tasso di inadempimento cumulato su 10 anni per il settore delle infrastrutture è del 6,6%, ossia inferiore a quello dei progetti finanziati mediante prestiti bancari. Inoltre, anche il tasso di recupero dei prestiti a favore delle infrastrutture in caso di inadempimento è elevato (fino all'80%).

³⁹ Nel 2013, ad esempio, gli investimenti totali in infrastrutture pubbliche dei 28 Stati membri dell'UE sono stati pari a 450 miliardi di EUR. Di questi il 90% era costituito da investimenti pubblici e il 10% circa da investimenti privati, compresi i partenariati pubblico-privato (documento di lavoro della BEI 2013/02, pag. 7).

fondi d'investimento. L'utilizzo di strutture di fondi di investimento, eventualmente anche in forma di ELTIF che possono raccogliere capitali presso il pubblico degli investitori al dettaglio, o delle piattaforme di investimento nel quadro del FEIS, permette di unire risorse pubbliche e private e di ottenere un migliore rapporto rischio/rendimento.

Per quanto concerne il FEIS, la Commissione e la Banca europea per gli investimenti (BEI) forniranno orientamenti sui requisiti che le strutture di co-investimento devono rispettare per beneficiare del sostegno del Fondo. Inoltre il polo europeo di consulenza sugli investimenti fornirà assistenza tecnica agli investitori che desiderano sperimentare l'utilizzo di tali strutture. Oltre a ciò, la Commissione è pronta a collaborare con gli investitori privati al fine di mettere in comune le risorse dell'UE e quelle private per incrementare i finanziamenti per gli investimenti infrastrutturali e la crescita sostenibile.

3.3. Orientare la finanza verso la sostenibilità ambientale

Mercati finanziari efficienti possono aiutare gli investitori a prendere decisioni informate in materia di investimenti, nonché ad analizzare e a calcolare i rischi e le opportunità a lungo termine derivanti dal passaggio a un'economia sostenibile e rispettosa del clima. Questo spostamento degli investimenti può contribuire al raggiungimento degli obiettivi delle politiche in materia di clima ed energia per il 2030 e al mantenimento degli impegni assunti dall'UE per quanto concerne gli obiettivi di sviluppo sostenibile. In particolare le obbligazioni di tipo ESG (rispondenti a criteri di ambientali, sociali o di *governance*), recentemente apparse sul mercato, possono contribuire a orientare i capitali verso investimenti sostenibili: nel 2014 si è registrata una crescita esponenziale delle emissioni di obbligazioni verdi, che hanno raggiunto i 35 miliardi di EUR rispetto a 8 miliardi di EUR nel 2013 e a meno di 1 miliardo di EUR nel 2012. La rapida crescita di questo mercato è sostenuta da una normalizzazione voluta dal mercato e basata su criteri di selezione dei progetti elaborati dalle istituzioni finanziarie internazionali, quali la Banca mondiale, la Banca europea per gli investimenti e la Banca europea per la ricostruzione e lo sviluppo. Gli operatori di mercato stanno anche sviluppando orientamenti volontari, i cosiddetti *Green Bond Principles* (principi relativi alle obbligazioni verdi), volti a promuovere la trasparenza e l'integrità nello sviluppo del mercato delle obbligazioni verdi e a chiarire i criteri distintivi delle emissioni di "obbligazioni verdi". La Commissione continuerà a monitorare e sostenere questi e altri sviluppi degli investimenti di tipo ESG e valuterà se occorra stabilire norme dell'UE sulle obbligazioni verdi, affinché gli operatori possano trarre vantaggio da un approccio più sostenibile e a lungo termine alle decisioni di investimento.

3.4. Invito a presentare contributi sul quadro normativo vigente

Nel quadro di un consenso internazionale, l'UE ha adottato misure essenziali per ripristinare la stabilità finanziaria e la fiducia del pubblico nel sistema finanziario. È importante che la normativa dell'UE consegua il giusto equilibrio tra riduzione del rischio e crescita e che non crei involontariamente nuovi ostacoli. Per questo motivo, parallelamente al presente piano d'azione, la Commissione ha avviato un riesame complessivo degli effetti cumulativi e della coerenza della normativa finanziaria adottata per far fronte alla crisi. La Commissione intende così esaminare la coerenza globale del quadro vigente. Dati i diversi atti legislativi adottati negli ultimi anni e le numerose interazioni tra di essi, vi è il rischio che il loro impatto collettivo possa avere conseguenze indesiderate, non individuate nell'ambito del riesame delle singole norme settoriali. La coerenza e la certezza delle norme costituiscono fattori essenziali per le decisioni degli investitori. Fornire chiari elementi di prova a giustificazione di modifiche specifiche e mirate potrebbe ulteriormente contribuire a migliorare il contesto in cui operano gli investitori e a conseguire gli obiettivi dell'Unione dei mercati dei capitali.

Sulla base dei lavori del Parlamento europeo e di organismi internazionali quali il Consiglio per la stabilità finanziaria e il Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, oggi la Commissione lancia un invito a presentare contributi per valutare le interazioni tra le norme e gli effetti complessivi della riforma finanziaria sul contesto degli investimenti.

4. PROMUOVERE GLI INVESTIMENTI ISTITUZIONALI E AL DETTAGLIO

L'Unione dei mercati dei capitali mira a un migliore utilizzo dei risparmi europei, avvicinando risparmiatori e mutuatari in maniera più efficiente e incrementando i risultati economici dell'UE⁴⁰. Più fiducia e più certezza possono aiutare gli investitori a prendere le decisioni giuste. È ampiamente riconosciuto che, a causa dell'aumento della speranza di vita e dei cambiamenti demografici, gli investitori al dettaglio devono risparmiare di più in vista della pensione. Al contempo molti investitori istituzionali, in un contesto caratterizzato da bassi tassi di interesse, non trovano abbastanza investimenti che offrano loro i rendimenti necessari per far fronte agli impegni assunti.

4.1. Investitori al dettaglio

Oggi gli investitori al dettaglio in Europa detengono nei conti bancari risparmi considerevoli, ma rispetto al passato sono coinvolti in maniera meno diretta nei mercati dei capitali. La quota di azioni detenute direttamente dalle famiglie europee è scesa dal 28% del 1975 al 10-11% a partire dal 2007⁴¹ e la percentuale di investitori al dettaglio tra tutti gli azionisti è inferiore alla metà del livello degli anni Settanta. Per eliminare gli ostacoli che scoraggiano gli investitori al dettaglio a risparmiare attraverso i mercati dei capitali è necessario che i mercati finanziari siano competitivi e offrano possibilità di scelta, consentendo ai clienti di confrontare i prodotti e di individuare gli strumenti di risparmio più adeguati a prezzi competitivi. Per continuare a promuovere la trasparenza nei prodotti al dettaglio, la Commissione chiederà alle autorità europee di vigilanza (AEV) di lavorare sulla trasparenza dei prodotti pensionistici e al dettaglio a lungo termine e di analizzare i rendimenti e le commissioni netti effettivi, come previsto all'articolo 9 dei regolamenti AEV.

Entro la fine del 2015 la Commissione pubblicherà un Libro verde sui servizi finanziari e assicurativi al dettaglio che raccoglierà opinioni su come aumentare le possibilità di scelta, la concorrenza e l'offerta transfrontaliera dei prodotti finanziari al dettaglio, nonché l'impatto della digitalizzazione sui servizi finanziari al dettaglio.

Acquistando prodotti d'investimento solo occasionalmente, gli investitori al dettaglio hanno difficoltà ad acquisire conoscenze ed esperienza per quanto concerne i mercati dei capitali⁴². Sebbene ripristinare la fiducia degli investitori al dettaglio nei mercati dei capitali spetti, in primo luogo, al settore finanziario, la regolamentazione e la vigilanza possono contribuire a stabilire le "regole del gioco".

Per incoraggiare gli investitori al dettaglio a tornare a finanziarsi sui mercati è fondamentale migliorare le informazioni e la consulenza. Un primo passo è rappresentato dalla trasparenza. È necessario che per tutti i prodotti di investimento sia garantito un accesso comparabile e trasparente a informazioni significative e di qualità elevata, anche per quanto concerne le caratteristiche principali dei prodotti (ad esempio costi, possibili rendimenti e rischi). Negli

⁴⁰ Cfr. ad esempio Oliver Wyman (2012), *The real financial crisis: why financial intermediation is failing* e la relazione della *IPO task force Rebuilding IPOs in Europe*, 23 marzo 2015.

⁴¹ Observatoire de l'épargne européenne, Insead OEE Data Services (2012): *Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU listed companies between 1970 and 2012*.

⁴² Nel 2013 solo il 35% degli investitori al dettaglio confidava nel rispetto delle norme a tutela dei consumatori da parte dei prestatori di servizi d'investimento. Commissione europea (2013), relazione sul monitoraggio del mercato, 2010-2013.

ultimi anni l'UE ha compiuto significativi progressi nel migliorare gli obblighi di informativa in tutti i settori: attraverso varie misure legislative⁴³ sono stati introdotti nuovi obblighi in tal senso, mentre in alcuni casi le modalità di applicazione sono ancora in via di definizione ed entreranno progressivamente in vigore nei prossimi anni. Affinché le recenti riforme legislative conseguano gli obiettivi previsti sarebbe utile realizzare una valutazione globale dell'efficacia dei nuovi obblighi di informativa, contribuendo così a garantirne la coerenza e a individuare eventuali lacune e doppioni inutili e creando le basi, ove necessario, per una razionalizzazione dei requisiti.

Per una migliore mobilitazione dei risparmi attraverso i mercati dei capitali, gli investitori al dettaglio dovrebbero poter accedere facilmente a una gamma di prodotti di investimento adeguati ed efficaci sotto il profilo dei costi e a servizi di consulenza indipendenti e a prezzi contenuti. Alcune risposte alla consultazione hanno sottolineato che gli investitori al dettaglio attualmente sono poco incentivati ad assumere i maggiori rischi legati agli investimenti sui mercati, a causa degli elevati costi di intermediazione e di distribuzione. Le norme contenute nella direttiva MiFID II, nel regolamento sui prodotti d'investimento al dettaglio e assicurativi preassemblati e nella direttiva sulla distribuzione delle assicurazioni introducono importanti cambiamenti in materia di consulenze sugli investimenti e informazioni sui prodotti. Il passaggio alla distribuzione *online* dei prodotti d'investimento e l'emergere di nuove soluzioni *fintech* offrono l'opportunità di sviluppare nuovi servizi di consulenza e piattaforme di distribuzione *online* ad accesso libero. Sarà importante assicurare che questi cambiamenti siano accompagnati da una valutazione critica delle soluzioni di investimento proposte agli investitori al dettaglio e dei risultati ottenuti.

La Commissione procederà a una valutazione globale dei mercati europei dei prodotti di investimento al dettaglio, compresi i canali di distribuzione e i servizi di consulenza sugli investimenti, sulla base dei contributi di esperti del settore. Saranno così individuate le modalità per migliorare il quadro delle politiche e i canali di intermediazione in modo che gli investitori al dettaglio possano accedere a prodotti adeguati, a condizioni eque e a costi ragionevoli. La valutazione esaminerà le possibili evoluzioni del quadro delle politiche al fine di cogliere le nuove opportunità offerte dai servizi *online* e *fintech*.

In un contesto caratterizzato da una maggiore longevità, da pressioni sul bilancio a livello dei singoli paesi e da un lungo periodo di bassi tassi di interesse, le famiglie europee hanno difficoltà a risparmiare in modo efficiente per costituirsi pensioni adeguate⁴⁴. A tal fine la Commissione sostiene lo sviluppo di piani pensionistici collettivi e individuali complementari rispetto ai sistemi pubblici.

Il sistema finanziario dell'UE deve aiutare i singoli a costituirsi una pensione con i propri risparmi, in particolare attraverso politiche volte a incentivare i piani pensionistici individuali ("terzo pilastro") in Europa, rimuovendo gli ostacoli che ne impediscono lo sviluppo.

Attualmente non esiste un mercato unico efficace per i piani pensionistici individuali del "terzo pilastro". L'esistenza di un coacervo di norme a livello dell'UE e a livello nazionale impedisce il pieno sviluppo di un mercato competitivo e di grandi dimensioni in questo

⁴³ Direttiva 2014/91/UE; regolamento (UE) n. 1286/2014; direttiva 2014/65/UE; direttiva sulla distribuzione delle assicurazioni, 10747/15; direttiva 2009/138/CE e proposta della Commissione di regolamento sulla segnalazione e la trasparenza delle operazioni di finanziamento tramite titoli (COM/2014/040 final).

⁴⁴ *The 2015 Pension Adequacy Report: current and future income adequacy in old age in the EU*, di prossima pubblicazione.

settore⁴⁵. La frammentazione del mercato impedisce a chi eroga pensioni individuali di massimizzare le economie di scala, di diversificare i rischi e di innovare, limitando così la scelta e facendo aumentare i costi per i contraenti. Uno strumento pensionistico individuale europeo su base volontaria potrebbe rappresentare un modello di regolamentazione, basato su un adeguato livello di protezione dei consumatori, che chi eroga previdenza complementare potrebbe scegliere di adottare per commercializzare prodotti a livello europeo. Un più ampio mercato previdenziale europeo del "terzo pilastro" favorirebbe anche l'offerta di fondi per gli investitori istituzionali e gli investimenti nell'economia reale.

La Commissione valuterà l'opportunità di realizzare un quadro per la creazione di un mercato europeo di successo dei piani pensionistici individuali, che dovranno essere semplici, efficienti e competitivi, e stabilirà se occorra una normativa UE a sostegno di tale mercato.

4.2. Investitori istituzionali

Gli investitori istituzionali, e in particolare le imprese di assicurazione sulla vita e i fondi pensione, sono per loro natura investitori a lungo termine. Tuttavia negli ultimi anni hanno ridimensionato gli investimenti in società e progetti a lungo termine. La quota di azioni possedute da imprese di assicurazioni e fondi pensione è passata da oltre il 25% della capitalizzazione del mercato azionario dell'UE nel 1992 all'8% alla fine del 2012⁴⁶. Al momento una parte consistente del loro portafoglio è di norma costituita da un numero relativamente ristretto di attività. L'UE dovrebbe sostenere gli investitori istituzionali per favorirne l'esposizione verso attività a lungo termine e PMI, mantenendo nel contempo una sana e prudente gestione delle attività e delle passività.

La regolamentazione prudenziale incide sulla propensione degli investitori istituzionali a investire in attività specifiche attraverso la calibrazione dei requisiti patrimoniali. La Commissione introdurrà calibrazioni più legate al rischio per le infrastrutture e gli ELTIF (cfr. capitolo 3) e per i prodotti di cartolarizzazione semplici e trasparenti (cfr. capitolo 5). Al di là di queste misure, dalle consultazioni è emerso anche che il trattamento prudenziale del *private equity* e del debito collocato privatamente in solvibilità II costituisce un ostacolo agli investimenti in queste categorie di attività.

La Commissione valuterà la necessità di introdurre cambiamenti e preparerà le eventuali modifiche, che potrebbero essere proposte nell'ambito del riesame di solvibilità II.

I fondi di investimento hanno incrementato la quota delle azioni detenute sui mercati borsistici UE, passando da meno del 10% negli anni Novanta al 21% nel 2012. Negli ultimi anni inoltre hanno acquisito una quota sempre maggiore di obbligazioni societarie. Questi fondi sono tra gli investitori transfrontalieri più attivi, ma la frammentazione del mercato costituisce ancora uno dei problemi principali del settore europeo della gestione delle attività. Molti dei partecipanti alla consultazione hanno affermato che l'attività transfrontaliera di tali fondi è limitata da una serie di fattori, tra cui un trattamento fiscale discriminatorio, i diversi requisiti nazionali per la commercializzazione dei fondi e gli oneri di notifica transfrontaliera.

⁴⁵ Per una panoramica sull'attuale contesto normativo e di mercato si veda il documento di consultazione dell'EIOPA del 3.7.2015 sulla creazione di uno strumento pensionistico individuale paneuropeo standardizzato.

⁴⁶ Fonte: *Final Report: Who owns the European economy? Evolution of the ownership of EU-Listed companies between 1970 and 2012*, Observatoire de l'Épargne Européenne e Insead OEE Data Services, agosto 2013.

Eliminare le barriere ingiustificate incentiverebbe i gestori di fondi a commercializzare maggiormente i propri fondi in altri paesi dell'Unione e a ridurre i costi per gli investitori.

La Commissione raccoglierà dati sui principali ostacoli alla distribuzione transfrontaliera dei fondi d'investimento, tra cui in particolare requisiti di commercializzazione sproporzionati, commissioni e altri oneri amministrativi imposti dai paesi ospitanti e il contesto fiscale. Sulla base dei dati raccolti la Commissione cercherà di eliminare i principali ostacoli, se necessario per via legislativa.

5. MOBILITARE LA CAPACITÀ BANCARIA PER SOSTENERE L'ECONOMIA NEL SUO COMPLESSO

Le banche, nella loro veste di erogatori di prestiti a una parte significativa dell'economia e di intermediari nei mercati dei capitali, svolgeranno un ruolo centrale nell'Unione dei mercati dei capitali e nell'economia europea nel suo complesso. Le banche intrattengono stretti rapporti con la clientela e conoscono la realtà locale: per questo per molte piccole imprese i prestiti bancari continueranno a essere un'importante fonte di finanziamento. Per altre imprese l'accesso al credito bancario rimarrà importante nel quadro della diversificazione delle opzioni di finanziamento. Pertanto, parallelamente ai lavori relativi all'Unione dei mercati dei capitali, la Commissione sta riesaminando la regolamentazione del settore bancario, al fine di garantire un equilibrio ottimale tra la gestione del rischio e il sostegno alla crescita⁴⁷.

Per le imprese più piccole la solidità delle reti locali ha un ruolo importante nel favorire la crescita. In alcuni Stati membri esistono cooperative di credito, senza scopo di lucro, attraverso le quali le PMI possono finanziarsi reciprocamente. Inoltre queste cooperative possono agevolare lo scambio di conoscenze tra i loro soci. L'applicazione della regolamentazione bancaria, sofisticata e complessa, può talvolta costituire un ostacolo eccessivo per le cooperative di credito e per le altre cooperative senza scopo di lucro al servizio delle PMI. Ciò può verificarsi in particolare quando si tratta di realtà piccole e dedite principalmente alla raccolta e alla ripartizione di fondi tra i soci, con rischi limitati per il sistema finanziario in generale.

Già oggi in alcuni Stati membri il quadro normativo stabilito dalla direttiva sui requisiti patrimoniali non si applica alle cooperative di credito. Al fine di garantire condizioni di parità, tutti gli Stati membri dovrebbero poter beneficiare di cooperative di credito che siano soggette a garanzie regolamentari nazionali proporzionate ai rischi a cui sono esposte. Per questo la Commissione esaminerà la possibilità per tutti gli Stati membri di autorizzare cooperative di credito operanti al di fuori del quadro dell'UE in materia di requisiti patrimoniali per le banche.

La cartolarizzazione può aumentare la disponibilità di credito e ridurre i costi di finanziamento. Come strumento di finanziamento, la cartolarizzazione può contribuire a garantire una base di finanziamento ben diversificata. Inoltre essa può costituire un importante strumento per il trasferimento dei rischi, migliorando l'efficienza del capitale e assestando il rischio in base alla domanda.

In seguito alla crisi economica, i mercati delle cartolarizzazioni nell'UE rimangono significativamente compromessi, a causa delle preoccupazioni in merito al processo di cartolarizzazione e ai rischi ad esso connessi. Sebbene queste debolezze si siano manifestate principalmente per le cartolarizzazioni basate su mutui *sub-prime* negli Stati Uniti⁴⁸, la riforma della regolamentazione che ne è scaturita si è applicata a tutte le cartolarizzazioni.

⁴⁷ http://ec.europa.eu/finance/consultations/2015/long-term-finance/docs/consultation-document_en.pdf

⁴⁸ Al culmine della crisi è andato in sofferenza lo 0,1% dei prodotti di cartolarizzazione europei con le peggiori prestazioni che avevano un rating AAA. In confronto, i loro equivalenti statunitensi hanno registrato un tasso di sofferenza del 16%. Anche i prodotti di cartolarizzazione europei più rischiosi (rating BBB) hanno registrato risultati molto buoni, con lo 0,2% di casi di sofferenza tra quelli peggiori nel momento più acuto della crisi. Il tasso di sofferenza dei titoli statunitensi con rating BBB si è invece attestato al 62%. Fonte: EBA.

L'intenzione non è annullare le riforme dell'UE finalizzate a far fronte ai rischi legati a cartolarizzazioni altamente complesse e non trasparenti. Tuttavia è importante rilanciare le cartolarizzazioni, affinché possano costituire un efficiente canale di finanziamento per l'intera economia e un meccanismo di diversificazione dei rischi. Nell'ambito del piano di investimenti, la Commissione fornisce già un sostegno finanziario alle operazioni di cartolarizzazione. Nuove proposte legislative, adottate in data odierna, si spingeranno oltre, garantendo una migliore differenziazione dei prodotti semplici, trasparenti e standardizzati, al fine di stimolare la fiducia degli investitori e di ridurre gli oneri della diligenza dovuta. Sulla base del parere dell'Autorità bancaria europea (ABE), la Commissione proporrà anche requisiti prudenziali più appropriati per gli investimenti delle banche e delle imprese di assicurazioni in prodotti semplici, trasparenti e standardizzati. Questo pacchetto di misure dovrebbe contribuire a liberare capacità nei bilanci delle banche, a migliorarne la capacità di erogare credito all'economia nel suo complesso e favorire la costruzione di una base di investitori più a lungo termine.

La Commissione pubblica oggi la proposta di un quadro UE per una cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata, unitamente a una nuova calibrazione dei requisiti prudenziali per le banche nel regolamento sui requisiti patrimoniali. Simile calibrazioni verranno applicate anche alle imprese di assicurazioni mediante una modifica dell'atto delegato di solvibilità II, al fine di includere i criteri della cartolarizzazione semplice, trasparente e standardizzata non appena sarà stato adottato il relativo quadro.

Le obbligazioni garantite sono un altro strumento di finanziamento di particolare importanza in alcuni Stati membri. Tuttavia il mercato delle obbligazioni garantite è attualmente frammentato lungo i confini nazionali. La disparità tra i quadri giuridici e le pratiche di vigilanza degli Stati membri che hanno emanato apposite leggi in materia di obbligazioni garantite limitano le possibilità di standardizzazione del mercato per quanto concerne le prassi di sottoscrizione e informativa. Questo può limitare lo spessore e la liquidità del mercato e l'accesso degli investitori, in particolare a livello transfrontaliero. Un quadro dell'UE per una maggiore integrazione del mercato delle obbligazioni garantite potrebbe contribuire a ridurre i costi di finanziamento per le banche che emettono obbligazioni garantite, in particolare in alcuni Stati membri.

La Commissione pubblica oggi una consultazione sullo sviluppo di un quadro paneuropeo per le obbligazioni garantite, prendendo a modello i regimi nazionali più efficaci senza perturbarne il funzionamento e basandosi su standard di qualità elevati e sulle migliori pratiche di mercato. La consultazione permetterà anche di raccogliere pareri sull'uso di strutture simili a sostegno dei prestiti alle PMI.

6. FACILITARE GLI INVESTIMENTI TRANSFRONTALIERI

Nonostante i progressi compiuti negli ultimi decenni nello sviluppo di un mercato unico dei capitali, permangono numerosi ostacoli di lunga data e profondamente radicati, che limitano gli investimenti transfrontalieri. Si tratta di ostacoli legati alla legislazione nazionale in materia di titoli, garanzie reali e insolvenza, alle infrastrutture di mercato, alle barriere fiscali e alle modifiche al contesto regolamentare che pregiudicano la prevedibilità delle regole per gli investimenti diretti. Dall'inizio della crisi si sono ridotti sia la condivisione del rischio a livello transfrontaliero all'interno dell'UE che gli investimenti provenienti da paesi esterni all'UE.

Rimuovere alcuni degli ostacoli di lunga data che impediscono agli investitori di diversificare i portafogli dal punto di vista geografico apporterebbe vantaggi significativi a chi si occupa di raccolta di capitali, agli investitori e all'economia dell'UE nel suo complesso. Una maggiore integrazione dei mercati dei capitali nell'UE aumenterebbe anche l'attrattiva degli Stati membri come destinazione di investimento per gli investitori dei paesi terzi.

6.1. Certezza giuridica e infrastruttura del mercato per gli investimenti transfrontalieri

Per il buon funzionamento dei mercati dei capitali è fondamentale disporre di infrastrutture di post-negoziazione efficienti e sicure. Una delle preoccupazioni emerse maggiormente nelle risposte alla consultazione è l'assenza di certezza giuridica nella determinazione della proprietà dei titoli quando l'emittente e l'investitore hanno sede in Stati membri diversi e/o i titoli sono detenuti da istituzioni finanziarie in Stati membri diversi. Tali situazioni sono sempre più frequenti. Molti dei soggetti che hanno partecipato alla consultazione sul Libro verde hanno chiesto l'adozione di disposizioni che chiariscano quale legge nazionale si applichi a una determinata operazione transfrontaliera in titoli. A tal fine la Commissione intende rafforzare e ampliare le norme esistenti in materia. Una modernizzazione della normativa è ancora più importante alla luce del previsto aumento delle operazioni transfrontaliere in titoli a seguito del lancio di Target2-Securities (T2S).

Inoltre le differenze nel trattamento nazionale dell'opponibilità ai terzi della cessione dei crediti⁴⁹ complicano l'utilizzo di questi ultimi come garanzie reali transfrontaliere e rendono difficile per gli investitori calcolare il rischio degli investimenti in strumenti di debito. Questa incertezza giuridica ostacola operazioni finanziarie economicamente rilevanti quali le cartolarizzazioni, che richiedono una solida gestione delle garanzie reali.

Nella prima fase i lavori della Commissione si concentreranno soprattutto su come affrontare l'incertezza sulla proprietà dei titoli. Quindi, sulla base di una nuova consultazione e di una nuova valutazione d'impatto, la Commissione proporrà norme uniformi che consentano di determinare con certezza giuridica quale legge nazionale si applichi all'opponibilità ai terzi della cessione dei crediti.

Negli ultimi anni la normativa UE, quale il regolamento relativo all'infrastruttura dei mercati europei (EMIR)⁵⁰, il regolamento sui depositari centrali di titoli (CSDR)⁵¹ e la direttiva

⁴⁹ Quando il creditore originario cede a terzi il proprio credito.

⁵⁰ Regolamento (UE) n. 648/2012.

⁵¹ Regolamento (UE) n. 909/2014.

MiFID II, ha eliminato molti degli ostacoli alle attività transfrontaliere di compensazione e di regolamento dei titoli. Tuttavia, considerando le molte disposizioni che devono ancora entrare in vigore e la recente istituzione della piattaforma comune di regolamento T2S, sono in atto cambiamenti significativi nell'ambito della post-negoziatura. Questi cambiamenti stanno portando a una ristrutturazione dell'infrastruttura di post-negoziatura, incoraggiando nel contempo pratiche di mercato innovative, in particolare nel settore della gestione delle garanzie reali. È necessario monitorare i mercati per garantire che la normativa sia al passo con l'evolversi di queste pratiche, senza compromettere la sicurezza e l'efficienza del sistema di post-negoziatura.

Nonostante questi progressi permangono ostacoli all'efficienza delle operazioni transfrontaliere di compensazione e di regolamento, alcuni dei quali già indicati nella relazione Giovannini⁵² più di un decennio fa. Molti di questi ostacoli sono riconducibili alla diversità delle legislazioni nazionali in materia di proprietà e di insolvenza, così come in materia di detenzione dei titoli, poiché vi sono differenze considerevoli per quanto riguarda la natura giuridica delle attività. Tali differenze possono dar luogo a incertezze quanto a chi possiede una garanzia in caso di inadempimento e ai diritti di quali soggetti prevalgono in caso di insolvenza. L'incertezza su temi di fondamentale importanza come questi comporta rischi giuridici importanti, ad esempio per l'esigibilità delle garanzie reali, e può pregiudicare la resilienza dei flussi transfrontalieri dei regolamenti e delle garanzie.

Per favorire l'efficienza e la resilienza dei sistemi di post-negoziatura e dei mercati delle garanzie reali, la Commissione effettuerà una più ampia valutazione dei progressi compiuti nell'eliminazione degli ostacoli individuati dalla relazione Giovannini per quanto concerne le operazioni transfrontaliere di compensazione e regolamento, alla luce dell'attuazione della recente normativa e degli sviluppi dell'infrastruttura del mercato.

6.2. Rimuovere gli ostacoli nazionali agli investimenti transfrontalieri

La coerenza nell'esecuzione, attuazione e applicazione del quadro giuridico e di vigilanza è di fondamentale importanza per la libera circolazione dei capitali e per garantire parità di condizioni. Ora che l'UE ha messo in campo un numero significativo di disposizioni per il settore finanziario al fine di facilitare gli investimenti transfrontalieri, l'attenzione deve spostarsi verso l'efficacia della loro attuazione e applicazione. Gli ostacoli possono trarre origine, a livello nazionale, sia dalla legislazione che dalle pratiche amministrative. Alcuni possono derivare dalla sovraregolamentazione nazionale rispetto ai requisiti minimi previsti dall'UE, mentre altri possono derivare da divergenze nell'applicazione delle norme europee. Altri ostacoli sono legati alle misure nazionali adottate nei settori in cui non esiste una normativa UE o in cui la responsabilità rimane a livello nazionale.

Per quanto concerne gli ostacoli che non sono oggetto di altre azioni, comprese quelle per la convergenza in materia di vigilanza, la Commissione collaborerà con gli Stati membri per individuarli e smantellarli attraverso un approccio collaborativo. La Commissione intende:

- istituire una rete di 28 punti di contatto nazionali e avviare discussioni bilaterali su eventuali azioni a livello nazionale per eliminare questi ostacoli;
- elaborare le migliori pratiche e creare una serie di schede di valutazione, raccomandazioni e orientamenti sulla base del lavoro svolto dalla rete.

⁵² http://ec.europa.eu/internal_market/financial-markets/docs/clearing/second_giovannini_report_en.pdf.

La Commissione, in collaborazione con gli Stati membri, lavorerà per individuare ed eliminare gli ostacoli ingiustificati esistenti a livello nazionale che limitano la libertà di circolazione dei capitali. Si tratta di ostacoli derivanti, tra l'altro, dalla legislazione nazionale e da un'insufficiente attuazione o mancanza di convergenza nell'interpretazione del codice unico, e che impediscono il corretto funzionamento dell'Unione dei mercati dei capitali. La Commissione pubblicherà quindi una relazione su questa materia entro la fine del 2016.

La convergenza delle procedure di insolvenza e di ristrutturazione favorirebbe una maggiore certezza giuridica per gli investitori transfrontalieri e incoraggerebbe la tempestiva ristrutturazione di imprese vitali in difficoltà finanziarie. Coloro che hanno risposto alla consultazione in generale hanno convenuto che l'inefficienza e le differenze che caratterizzano le normative sull'insolvenza ostacolano la valutazione del rischio di credito da parte degli investitori, in particolare in caso di investimenti transfrontalieri.

La relazione *Doing Business* della Banca mondiale per il 2015 classifica i paesi in base al rigore delle loro norme in materia di insolvenza su una scala da 0 a 16. La media semplice dell'UE è di 11,6, quindi inferiore del 5% rispetto alla media dell'OCSE per i paesi ad alto reddito (12,2). Alcuni Stati membri ottengono un punteggio inferiore a 8.

Nel 2014 la Commissione ha pubblicato una raccomandazione⁵³ su un nuovo approccio al fallimento e all'insolvenza delle imprese, in cui incoraggia gli Stati membri a porre in atto procedure di ristrutturazione precoce e a offrire una "seconda opportunità" agli imprenditori. La raccomandazione fissa dei principi comuni per le procedure concorsuali nazionali per le imprese in difficoltà e misure volte a ridurre la durata e i costi dei procedimenti per le PMI (ad esempio attraverso l'uso di formulari standard e dei mezzi di comunicazione a distanza). Pur avendo costituito un'utile guida per gli Stati membri, questa raccomandazione è stata attuata solo parzialmente, come indica uno studio condotto dalla Commissione, anche da quegli Stati che hanno avviato riforme delle procedure concorsuali⁵⁴.

La Commissione proporrà un'iniziativa legislativa in materia di insolvenza, ristrutturazione precoce e "seconda possibilità" sulla base dell'esperienza maturata con la raccomandazione. L'iniziativa avrà come scopo la rimozione dei principali ostacoli al libero flusso di capitali, prendendo a modello i regimi nazionali che funzionano bene.

Anche le questioni fiscali rivestono una notevole importanza nelle decisioni sugli investimenti transfrontalieri. Nel contesto dell'Unione dei mercati dei capitali sono state identificate in particolare due specifiche barriere fiscali che ostacolano gli investimenti transfrontalieri. In primo luogo, molti investitori ha affermato di essere attualmente penalizzati nel momento in cui realizzano investimenti transfrontalieri, a causa dell'applicazione, in aggiunta all'imposta nazionale, di ritenute alla fonte locali che sono pressoché impossibili da recuperare. Il problema deriva dai diversi approcci nazionali nell'applicazione delle ritenute alla fonte e dalla complessità delle procedure per richiedere l'esenzione da tali imposte. Un ulteriore ostacolo agli investimenti transfrontalieri è rappresentato dalla potenziale tassazione discriminatoria dei fondi pensione e delle imprese di assicurazioni sulla vita.

⁵³ C(2014)1500 final del 12.3.2014.

⁵⁴ *Evaluation of the implementation of the Recommendation on a new approach to business failure and insolvency* (http://ec.europa.eu/justice/civil/commercial/insolvency/index_en.htm).

Per incoraggiare gli Stati membri ad adottare sistemi di esenzione dalle ritenute alla fonte e a stabilire procedure di rimborso rapide e standardizzate, la Commissione promuoverà le migliori pratiche e svilupperà con gli Stati membri un codice di condotta in materia di principi per l'esenzione dalla ritenuta alla fonte. La Commissione avvierà anche uno studio sul trattamento fiscale discriminatorio che ostacola gli investimenti transfrontalieri da parte delle imprese di assicurazioni sulla vita e dei fondi pensione e, se necessario, avvierà procedure di infrazione.

Attualmente sono in essere circa 200 trattati bilaterali d'investimento tra Stati membri che stabiliscono norme variabili per il trattamento degli investimenti transfrontalieri nell'ambito del mercato unico e che sono incompatibili con il diritto dell'UE. Di recente la Commissione ha intrapreso un'azione legale contro questi trattati bilaterali d'investimento. La Commissione collaborerà con gli Stati membri per valutare se siano necessarie ulteriori iniziative per rafforzare ulteriormente le tutele degli investitori transfrontalieri, aumentando così l'attrattiva del mercato unico come destinazione per gli investimenti.

6.3. Promuovere la stabilità finanziaria e la convergenza in materia di vigilanza

Attraverso la promozione di una maggiore differenziazione dei canali di finanziamento, l'Unione dei mercati dei capitali contribuirà ad aumentare la resilienza del sistema finanziario dell'UE⁵⁵. Al tempo stesso è necessario prestare attenzione ai rischi per la stabilità finanziaria che si manifestano nei mercati dei capitali. Negli ultimi anni l'UE ha messo in atto una serie di riforme per rendere i mercati finanziari più trasparenti, ben regolamentati e solidi, ad esempio riducendo i rischi nei mercati dei derivati attraverso il regolamento EMIR, introducendo regole di negoziazione più sicure e più trasparenti con la direttiva MiFID e facendo sì che tutti i gestori di fondi alternativi nell'UE siano disciplinati dalla direttiva sui GEFIA. Sono già pronte ulteriori riforme, quali quelle contenute nel regolamento sulle operazioni di finanziamento tramite titoli (SFTR)⁵⁶, nella proposta sui fondi comuni monetari e nell'imminente proposta legislativa sul risanamento e la risoluzione per quanto concerne le controparti centrali. Il Consiglio per la stabilità finanziaria si sta occupando prioritariamente di comprendere e affrontare le vulnerabilità connesse alle entità che effettuano attività di tipo bancario sui mercati dei capitali. Un approccio normativo globale ai potenziali rischi sistemici emergenti sosterrà la stabilità finanziaria e agevolerà gli investimenti transfrontalieri.

La Commissione collaborerà con il Consiglio per la stabilità finanziaria e le autorità di vigilanza europee insieme al Comitato europeo per il rischio sistemico (CERS) per valutare i possibili rischi per la stabilità finanziaria derivanti dal finanziamento sul mercato. Sarà svolto un ulteriore lavoro di analisi, ad esempio per comprendere meglio i problemi relativi alla liquidità del mercato e all'interconnessione nel sistema finanziario e valutare la necessità di mettere a punto strumenti macroprudenziali aggiuntivi. La Commissione intende apportare tutte le modifiche necessarie al quadro macroprudenziale nel contesto dell'imminente revisione del CERS.

⁵⁵ Discorso di V. Constâncio, vicepresidente della BCE.

⁵⁶ Come indicato nel regolamento SFTR, a seguito dei risultati dei lavori svolti nelle pertinenti sedi internazionali e con l'assistenza dell'ESMA, dell'ABE e del CERS, nel 2017 la Commissione presenterà una relazione al Parlamento europeo e al Consiglio sui progressi compiuti negli sforzi internazionali per ridurre i rischi associati alle operazioni di finanziamento tramite titoli, anche per quanto concerne le raccomandazioni del Consiglio per la stabilità finanziaria in materia di scarti di garanzia sulle operazioni di finanziamento tramite titoli non compensate a livello centrale e la loro adeguatezza per i mercati europei.

Per quanto riguarda la vigilanza, le risposte fornite alla consultazione indicano un giudizio positivo sull'architettura creata dall'UE a seguito della crisi finanziaria nel 2011. Benché siano stati compiuti progressi nell'istituzione del sistema europeo di vigilanza finanziaria e nell'introduzione del codice unico, coloro che hanno risposto alla consultazione hanno sottolineato l'importanza di garantire la convergenza nell'ambito della vigilanza e l'attuazione e l'applicazione uniformi della normativa dell'UE sui servizi finanziari, un problema messo in evidenza anche nella relazione dei cinque presidenti dal titolo *Completare l'Unione economica e monetaria dell'Europa*.

La normativa in materia di mercati dei capitali adottata negli ultimi anni conferisce alle autorità europee di vigilanza un ruolo importante in un certo numero di settori. Dalle consultazioni è emersa in particolare la richiesta di un ruolo più incisivo dell'ESMA per migliorare la convergenza in materia di vigilanza per quanto concerne la disciplina dei mercati dei capitali e l'informativa di mercato e per garantire che il codice unico sia applicato in maniera uniforme in tutta l'UE. Gli sforzi compiuti negli ultimi anni per sviluppare un codice unico per i mercati dei capitali dovrebbero aumentare l'integrazione e l'efficienza dei mercati dei capitali. Una più profonda integrazione finanziaria dovrà essere accompagnata da una maggiore attenzione da parte dell'ESMA al raggiungimento della convergenza degli esiti dell'azione di vigilanza in tutta l'UE, anche in materia di contabilità, per garantire il corretto funzionamento del mercato unico. A tal fine l'ESMA potrebbe mettere a centro del proprio lavoro l'individuazione, il sostegno e la promozione delle migliori pratiche per garantire l'efficacia delle tecniche di vigilanza degli Stati membri e risultati comparabili in tutta l'UE. In questo contesto l'ESMA dovrebbe fare un uso più sistematico ed efficiente degli strumenti di cui dispone, in particolare le verifiche *inter pares* sia tematiche che per paese.

La Commissione collaborerà con l'ESMA per elaborare e attuare una strategia per il rafforzamento della convergenza in materia di vigilanza e per individuare gli ambiti in cui un approccio più integrato può migliorare il funzionamento del mercato unico dei capitali. La Commissione collaborerà inoltre con l'ESMA per aumentare l'efficacia del suo processo decisionale nell'ambito della verifica *inter pares* tematica e per paese. La Commissione pubblicherà nel 2016 un Libro bianco sulla *governance* e il finanziamento delle autorità europee di vigilanza.

L'Unione dei mercati dei capitali rappresenta un classico esempio di progetto del mercato unico a vantaggio di tutti e 28 gli Stati membri. Per aiutare i mercati dei capitali a realizzare appieno il proprio potenziale, la Commissione svilupperà, attraverso il servizio di assistenza per le riforme strutturali, una strategia per fornire assistenza tecnica agli Stati membri, ove necessario, per rafforzare capacità specifiche dei mercati dei capitali nazionali.

6.4. Favorire gli investimenti internazionali

Per prosperare i mercati dei capitali dell'UE dovranno essere aperti e competitivi su scala mondiale, e riuscire ad attrarre ulteriori investimenti in strumenti di capitale e di debito da parte degli investitori internazionali. L'Unione dei mercati dei capitali contribuirà a rendere più attraenti i mercati dei capitali dell'UE per gli investitori internazionali, eliminando i costi legali e amministrativi per le operazioni transfrontaliere e aumentando la convergenza degli esiti dell'azione di vigilanza in tutta l'Europa. Dato il carattere internazionale dei mercati dei capitali, l'Unione dei mercati dei capitali deve tener conto del contesto mondiale e garantire che i mercati europei dei capitali rimangano parte integrante del sistema finanziario internazionale. La Commissione continuerà a collaborare strettamente con gli Stati membri dell'UE e con i paesi terzi nell'ambito di organizzazioni internazionali quali il Consiglio per la stabilità finanziaria e l'Organizzazione internazionale delle commissioni sui valori

immobiliari (IOSCO) per elaborare risposte politiche convergenti, al fine di sostenere lo sviluppo dei mercati dei capitali mondiali. Inoltre la Commissione si adopererà per creare dei quadri per la cooperazione normativa sui servizi finanziari con i principali paesi terzi al fine di rafforzare l'integrazione dei mercati dei capitali.

La politica internazionale dell'UE in materia di commercio e di investimenti ha un ruolo importante nel sostegno agli investimenti internazionali. Gli accordi internazionali sul commercio e gli investimenti liberalizzano i movimenti di capitali, regolamentano l'accesso al mercato e gli investimenti, in particolare la fornitura di servizi finanziari, e possono contribuire a conseguire un adeguato livello di protezione e condizioni eque di concorrenza per gli investitori. La Commissione continuerà inoltre a contribuire ai lavori internazionali sulla libera circolazione dei capitali, compresi quelli inerenti ai codici della liberalizzazione dei movimenti di capitali dell'OCSE.

7. PROSSIME TAPPE E MONITORAGGIO

Il presente piano d'azione definisce le azioni prioritarie necessarie per incoraggiare gli investimenti in tutti gli Stati membri e in tutta l'UE e per stabilire un più stretto collegamento tra risparmio e crescita. La preparazione delle azioni proposte sarà oggetto di una consultazione e di una valutazione d'impatto adeguate delle diverse opzioni disponibili per conseguire gli obiettivi previsti.

Il buon esito dell'adozione e dell'attuazione di queste azioni richiederà uno sforzo congiunto e costante. Si tratta di un progetto per tutti i 28 Stati membri; la Commissione collaborerà strettamente con questi ultimi e con il Parlamento europeo per portare avanti queste proposte.

Per costruire lo slancio iniziale alcune proposte concrete saranno annunciate oggi stesso, e altre seguiranno a breve. Tra le prime azioni figurano un pacchetto complessivo sulla cartolarizzazione con le calibrazioni aggiornate per il regolamento sui requisiti patrimoniali, la definizione di infrastrutture e le calibrazioni aggiornate per solvibilità II e una proposta di riesame della direttiva relativa al prospetto. In altri settori potrebbero essere necessarie ulteriori consultazioni con le parti interessate. Parallelamente la Commissione intende facilitare le discussioni con gli Stati membri su temi come la fiscalità e l'insolvenza per poter compiere dei passi avanti nel medio e lungo termine.

Il successo dell'Unione dei mercati dei capitali dipenderà anche dagli operatori di mercato. Gli intermediari finanziari devono svolgere il proprio ruolo nel ripristinare la fiducia dei loro clienti e nel creare fiducia nei mercati dei capitali in Europa. Il presente piano d'azione comprende iniziative basate sul mercato e la Commissione esorta le parti interessate a dare la priorità alle azioni in questi settori.

Inoltre la Commissione continuerà ad adoperarsi per individuare le principali inefficienze e gli ostacoli che impediscono la realizzazione di mercati dei capitali più spessi in Europa e per trovare le soluzioni migliori a queste problematiche, mantenendo sempre alta l'attenzione sulla protezione degli investitori e la vigilanza del mercato.

Oltre alle relazioni annuali, nel 2017 la Commissione elaborerà una valutazione complessiva, che fungerà da base per stabilire quali misure aggiuntive possano eventualmente rendersi necessarie.

La Commissione riferirà periodicamente al Parlamento europeo e gli Stati membri sui progressi compiuti.

Allegato 1 - Elenco delle azioni e calendario indicativo

I finanziamenti per l'innovazione, le <i>start-up</i> e le società non quotate		
Sostenere il <i>venture capital</i> e il finanziamento con strumenti di capitale	Proposta di un fondo di fondi di <i>venture capital</i> paneuropeo e di fondi multinazionali	Secondo trimestre 2016
	Modifica della normativa relativa agli EuVECA e agli EuSEF	Terzo trimestre 2016
	Studio sugli incentivi fiscali al <i>venture capital</i> e agli investitori informali	2017
Rimuovere gli ostacoli allo scambio di informazioni che impediscono gli investimenti delle PMI	Rafforzamento delle informazioni fornite dalle banche che respingono le richieste di credito delle PMI	Secondo trimestre 2016
	Mappatura delle capacità di supporto e consulenza esistenti in tutta l'UE a livello locale o nazionale al fine di promuovere le migliori pratiche	2017
	Individuazione delle modalità di sviluppo o sostegno dei sistemi di informazione paneuropei	2017
Promuovere forme innovative di finanziamento delle imprese	Relazione sul <i>crowdfunding</i>	Primo trimestre 2016
	Sviluppo di un approccio coordinato alla concessione di prestiti da parte di fondi e valutazione dell'opportunità di stabilire in futuro un quadro dell'UE in materia	Quarto trimestre 2016
Semplificare l'accesso e la raccolta di capitali sui mercati dei capitali aperti al pubblico da parte delle imprese		
Rafforzare l'accesso ai mercati aperti al pubblico	Proposta di modernizzazione della direttiva relativa al prospetto	Quarto trimestre 2015
	Riesame degli ostacoli normativi alla quotazione delle piccole imprese sui mercati aperti al pubblico e sui mercati di crescita per le PMI	2017
	Riesame del funzionamento dei mercati delle obbligazioni societarie nell'UE, incentrato sul miglioramento della liquidità del mercato	2017
Sostenere il finanziamento con strumenti di capitale	Affrontare le differenze di trattamento tra strumenti di debito e strumenti di capitale nell'ambito dei lavori sulla base imponibile consolidata comune per l'imposta sulle società.	Quarto trimestre 2016

Investire a lungo termine: investimenti infrastrutturali sostenibili		
Sostenere gli investimenti infrastrutturali	Revisione delle calibrazioni previste da solvibilità II per gli investimenti delle imprese di assicurazioni in infrastrutture e nei fondi di investimento europei a lungo termine	Terzo trimestre 2015
	Revisione del regolamento sui requisiti patrimoniali delle banche, modificando, se necessario, le calibrazioni relative alle infrastrutture	In corso
Assicurare la coerenza della normativa UE in materia di servizi finanziari	Invito a presentare contributi sull'impatto cumulato della riforma finanziaria	Terzo trimestre 2015
Promuovere gli investimenti istituzionali e al dettaglio		
Aumentare la scelta e la concorrenza negli investimenti al dettaglio	Libro verde sui servizi finanziari e assicurativi al dettaglio	Quarto trimestre 2015
Aiutare gli investitori al dettaglio a ottenere condizioni migliori	Valutazione dei mercati europei dei prodotti di investimento al dettaglio	2018
Sostenere il risparmio a fini pensionistici	Valutazione dell'opportunità di realizzare un quadro strategico per la creazione di un mercato europeo dei piani pensionistici individuali	Quarto trimestre 2016
Ampliare le opportunità per investitori istituzionali e gestori di fondi	Valutazione del trattamento prudenziale del <i>private equity</i> e del debito collocato privatamente in solvibilità II	2018
	Consultazione sui principali ostacoli alla distribuzione transfrontaliera dei fondi d'investimento	Secondo trimestre 2016
Mobilizzare la capacità bancaria per sostenere l'economia nel suo complesso		
Rafforzare le reti di finanziamento locali	Verificare la possibilità per tutti gli Stati membri di autorizzare cooperative di credito non soggette alle norme dell'UE sui requisiti patrimoniali delle banche	In corso
Creare i mercati della cartolarizzazione dell'UE	Proposta di cartolarizzazioni semplici, trasparenti e standardizzate e revisione delle calibrazioni dei capitali delle banche	Terzo trimestre 2015
Sostenere il finanziamento bancario dell'economia nel suo complesso	Consultazione su un quadro a livello dell'UE per le obbligazioni garantite e strutture simili per i prestiti alle PMI	Terzo trimestre 2015
Facilitare gli investimenti transfrontalieri		
Rimuovere gli ostacoli nazionali agli investimenti	Relazione sugli ostacoli a livello nazionale che limitano la libertà di circolazione dei capitali	Quarto trimestre 2016

transfrontalieri		
Migliorare l'infrastruttura di mercato per gli investimenti transfrontalieri	Azioni mirate per quanto concerne le norme relative alla detenzione dei titoli e all'opponibilità ai terzi della cessione dei crediti.	2017
	Riesame dei progressi compiuti nell'eliminazione degli ostacoli individuati dalla relazione Giovannini	2017
Promuovere la convergenza delle procedure di insolvenza	Iniziativa legislativa in materia di insolvenza delle imprese per rimuovere i principali ostacoli alla libera circolazione dei capitali	Quarto trimestre 2016
Eliminare gli ostacoli fiscali transfrontalieri	Migliori pratiche e codice di condotta in materia di esenzione dalle ritenute alla fonte	2017
	Studio sul trattamento fiscale discriminatorio che ostacola gli investimenti transfrontalieri dei fondi pensione e delle imprese di assicurazioni sulla vita	2017
Rafforzare la convergenza in materia di vigilanza e lo sviluppo delle capacità dei mercati dei capitali	Strategia di convergenza in materia di vigilanza per migliorare il funzionamento del mercato unico dei capitali	In corso
	Libro bianco sulla <i>governance</i> e il finanziamento delle autorità europee di vigilanza	Secondo trimestre 2016
	Sviluppo di una strategia per fornire assistenza tecnica agli Stati membri al fine di rafforzare la capacità dei mercati dei capitali	Terzo trimestre 2016
Migliorare la capacità di preservare la stabilità finanziaria	Revisione del quadro macroprudenziale dell'UE	2017